

Paneldebatt: ”Vilka lärdomar bör den nationalekonomiska professionen dra av den ekonomiska krisen?”

NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

2010-01-12

Sammanfattade av
Birgi Filppa, Karin
Siredo och Elisabeth
Gustafsson

Ordförande:

Anders Björklund

Panel: Lars Calmfors,

Institutet för inter-

nationell ekonomi,

Peter Englund,

Handelshögskolan,

Nils Gottfries,

Uppsala universitet,

Per Krusell, Institutet

för internationell

ekonomi, Assar

Lindbeck, Institutet

för internationell

ekonomi, Juhana

Vartiainen, Konjunk-

turinstitutet

Övriga deltagare:

Olle Lindgren,

Bo Lundgren,

Lars Nabseth, Karl-

Gustaf Scherman,

Gabriel Urwitz och

Lars Wohlin

Anders Björklund

Jag hälsar alla hjärtligt välkomna till kvällens möte med Nationalekonomiska Föreningen. Den ekonomiska krisen har varit föremål för diskussion på många av våra möten under det senaste året. Vi har haft finansministern här och riksbankschefen är här en gång om året.

Temat i kväll är lite annorlunda; det är lite mer inomvetenskapligt. Vi har formulerat ämnet så här: Vilka lärdomar bör den nationalekonomiska professionen dra av den ekonomiska krisen? Vi har också en lite annorlunda uppläggning med hela sex inlägg från sex minst sagt ledande nationalekonomer i vårt land. Vi är jätteglada att det var så lätt att få alla dessa att ställa upp. Vi har inte samordnat innehållet i förväg på något sätt, så om det blir överlappning och panelisterna säger i stort sett samma sak får vi se det som ett intressant utfall. Talarna framträder i bokstavsordning och vi börjar alltså med Lars Calmfors. Efter de sex inläggen kör vi en debattrunda inom panelen och sedan hoppas jag att det blir tid över att lämna ordet fritt för frågor och debattinlägg.

Jag lämnar nu ordet till Lars, som sådde fröet till det här mötet med ett debattinlägg tidigare i höstas.

Lars Calmfors

Jag tycker att det här är en välkommen debatt. Uppenbarligen finns det ett stort intresse. I princip är det bra med många inledare, men det finns en viss risk för undanträngning. Jag är därför glad att jag får börja tala.

Frågan är om vi nationalekonomer

har gjort ett tillräckligt bra jobb. Jag tycker att det uppenbara svaret är nej. Finanskrisen är inte bara ett ekonomisk-politiskt misslyckande, utan den är också i viss mån ett misslyckande för professionen. Vi har visserligen inte varit så kassa som många ekonomhatare – och det finns ganska många – vill ha det till. Men enligt min mening finns det ändå skäl till viss självprövning.

Låt oss börja med att se på vilka insikter som fanns. Insikten fanns om att fastighetspriserna på många håll – inte minst i USA och Storbritannien – var ohållbart höga och att det var nödvändigt med en korrigerande som skulle fördjupa konjunkturnedgången när den kom. Vi har också den tidigare diskussionen om de globala makroekonomiska obalanserna och riskerna för en ”hard landing” i världsekonomin. Slutligen hade många makroekonomer – till skillnad från de svenska bankerna – identifierat länderna i Baltikum som kandidater för typiska ”emerging-market-kriser”.

Varningar fanns alltså. Men när hårdlandningen kom blev den, som vi alla vet, mycket värre än vi hade föreställt oss. Man kan säga att hårdlandningen kom att ske på en helt annan landningsbana än vi hade tänkt oss. Risktagandet i finanssektorn var långt större än vi hade trott. Vi hade inte förstått att det vi trodde var riskspridning mer var en mekanism för snabb spridning av finansiella chocker.

Jag tycker att man måste säga att vi borde ha sett riskerna tydligare, även om man inte kan kräva att vi skulle ha gjort några exakta prognoser för vad som skulle hända.

Varför såg vi inte riskerna bättre? Jag tänker ta upp fem punkter:

1. Bristande integration mellan makroteori och finansiell ekonomi.
2. För stor förkärlek för ”vackra” modeller.

3. Att ekonomer, precis som generaler, har en tendens att utkämpa gårdagens krig i stället för dagens.
4. Den långt drivna specialiseringen inom akademisk forskning.
5. Balansen mellan makroforskning och andra områden inom ämnet.

Jag börjar med bristen på samspel mellan makroteori och finansiell ekonomi, som jag tycker har varit ett systemfel inom nationalekonomin. De flesta makroekonomer har förstås varit medvetna om tillgångsprisernas betydelse. Vi vet att det uppstår finansiella kriser ibland. Men vi har inte byggt in svängningar i kreditgivningen, ”leveraging” och ”deleveraging”, ”debt deflation” osv i våra standardmodeller – de ”workhorse models” som vi står och lär ut. De flesta makroekonomer hade nog också – precis som jag själv – en mycket ofullständig bild av vad som skedde på finansmarknaderna.

Men vi bör vara ännu mer kritiska mot dem som sysslar med finansiell ekonomi. Varför varnade inte de mer högljutt? Jag tror att förklaringen är att forskningen där har sysslat alldeles för mycket med partiell analys, dvs prissättning av enskilda instrument och optimala portföljval för enskilda placerare, men alldeles för lite med systemfrågor och konsekvenser för hela makroekonomin. Vad beror det på? Det beror möjligen på att finansiell ekonomi har tenderat att dra till sig sofistikerade matematiker snarare än samhällsekonomiskt intresserade ekonomer. Det gäller inte alla, men i rätt stor utsträckning tror jag att det ändå har varit fallet.

Det finns ett uppenbart behov av att bygga in finansmarknaderna, i meningens riskerna för överexpansion och kriser, i de makroekonomiska standardmodellerna. Frågan är bara hur det ska ske. Då är vi inne på frågan om huruvida vi har betonat teoretisk ”elegans” för mycket.

Det är en vanlig missuppfattning att utvecklingen kontinuerligt har gått mot mer matematisering. De senaste decenniernas utveckling har snarare präglats av bättre statistisk/ekonometrisk metodik och striktare krav på hypotesprövning än tidigare. Det är ändå svårt att frigöra sig från intrycket att vi har varit alltför fixerade vid antaganden om rationella förväntningar, effektiva marknader osv och att vi inte gärna i modellerna har byggt in mer erfarenhetsbaserade generaliseringar – t ex riskerna för överdriven kreditexpansion med efterföljande finansiella kriser.

Frågan är alltså om vi inte borde värdera teoretisk elegans lite mindre och ekonomisk-historisk analys lite mer. Ett problem kan förstås vara att ämnet ekonomisk historia, särskilt som det har utvecklats i Sverige, har blivit alltför teorilöst. Så man måste kanske börja med att utbilda en ny generation ekonomhistoriker innan vi kan påbörja den integration jag talar om.

Det finns en punkt där jag tycker att vi nationalekonomer bör få väl godkänt. Det gäller hur krisen skulle hanteras när den väl hade brutit ut. Det intressanta där är att rekommendationerna egentligen inte har grundats på den mest avancerade makroteorin. Den skulle förmodligen säga att vi inte har någon kris, att den har orsakats av ett plötsligt produktivitetsfall eller i varje fall att finanspolitiska efterfrågestimulanser är verkningsslösa. Men det är inte de här modellerna som har använts. Det är istället mer en kombination av sunt förnuft och enklare modeller som har kommit till användning när man har funderat över hur krisen skulle hanteras – och det med viss framgång i varje fall på kort sikt.

Nästa punkt gäller vad jag skulle vilja kalla för relativiteten i ”conventional wisdom”. Ny ”conventional wisdom” etableras därför att nya problem kräver ny analys. Keynesianismen var ett svar

på att tidigare synsätt inte fungerade på 1930-talet. Det som kom att betonas var efterfrågan och en instabil privat sektor. Detta synsätt fungerade bra fram till mitten av 1970-talet, men det bidrog också till en ackommodationspolitik som släppte lös inflationen.

Detta ledde, som alla vet, till en radikal förändring av tänkandet. Nationalökonomi började betona utbudssidan och begrepp som jämviktsarbetslöshet. Vi fick forskningen om tidsinkonsistens och i förlängningen oberoende centralbanker med inflationsmål. Politik baserad på det tänkandet fungerade bra – ett tag. Vi hade hela diskussionen fram till för ett par år sedan om *The Great Moderation*, alltså om hur de makroekonomiska störningarna blivit allt mindre. Den diskussionen framstår i dag som tämligen enfaldig.

Det man bortsåg ifrån var att framgångsrik inflationsstabilisering mycket väl kan vara förenlig med en destabiliserande utveckling av kreditgivning och tillgångspriser. Om man ska hårdra det kan man säga att en inflationsmålsregim har visat sig mycket framgångsrik i att eliminera mindre svängningar i inflation och konjunktur, samtidigt som den verkar leda till katastrofer med jämna mellanrum.

Många har viftat bort detta. Men jag kan inte se annat än att nuvarande inflationsmålsregim har kommit till vägs ände. Det verkar oundvikligt att man ger centralbankerna bredare målformuleringar, men då också fler instrument för att uppnå målen.

Vi måste formulera om teorin; det kommer vi alltid att få leva med. Det ligger i sakens natur att nya problem skapar behov av nya synsätt. Men det leder nästan alltid till att man börjar försumma andra aspekter. Det skapar så småningom nya problem och så måste man formulera om teorin igen. Detta är inte så mycket att göra åt, men jag tror att vi na-

tionalekonomer skulle må bra av bättre doktrinhistorisk kunskap. Då skulle vi kunna bli mer medvetna om teoriernas relativitet. Mot den bakgrunden är det ganska beklagligt att doktrinhistoria har försvunnit från de flesta doktorandprogram.

Då är jag inne på min näst sista punkt – specialiseringen. Det har skett en enorm breddning av nationalekonomiämnet. Vi har med rätt stor framgång gett oss in på andra discipliners områden. Samtidigt har den enskilda forskaren blivit alltmer specialiserad. Vi har mycket högre krav i dag än tidigare på publicering i de ”finaste” tidskrifterna.

Allt detta har uppenbara fördelar. Specialisering medger fördjupad analys. Publiceringskravet är ett överlägset instrument för att höja kvaliteten. Men jag skulle ändå vilja ställa frågan: Har vi inte fått för många specialister? Behöver vi inte fler ”allmänläkare” – om jag får använda den formuleringen – som intresserar sig mer för breda frågeställningar? Numera kan man ju inte tala om allmänläkare utan att också omedelbart tänka på obducenter. Behöver vi fler sådana också? Svaret är väl att det är vi alla egentligen redan. Vi är mycket bättre på att dissekera vad som hänt än på att analysera framtida riskscenarier.

Assar Lindbeck har formulerat detta med specialiseringen väldigt bra när han vid något tillfälle föreslog att doktorandkurserna på olika specialområden borde kompletteras med en kurs i nationalekonomi. Det är ett alldeles utmärkt förslag som jag ansluter mig till i vidareutvecklad form. Man kanske skulle kunna avsluta doktorandprogrammet med en kurs i nationalekonomi som ”debriefing” för att återuppväcka doktorandernas intresse för nationalekonomiämnet.

För att vara mer allvarlig, så upplever jag en stor skillnad mellan många akademiska institutioner i dag och hur de fungerade för 20–30 år sedan. Idag

ägnas mycket mindre tid till informella diskussioner om de dagsaktuella problemen än tidigare, vilket jag tycker är mycket beklagligt.

Min sista punkt gäller balansen mellan olika områden inom nationalekonomin. Här är jag förstås part i målet. Jag skulle ändå vilja avsluta med den lite provokativa frågan om det inte är alltför få som numera ägnar sig åt makroekonomi. Jag tycker mig se en tendens hos en del kollegor att nästan betrakta det som lite suspekt att studera makroekonomiska samband därför att det finns så få observationer att all empiri blir osäker. Det finns en stark tendens att man börjar med att ha en metod snarare än ett problem. Helst ska det numera vara naturliga experiment. Sedan letar man efter problem som kan hanteras med den ansatsen. Men det verkar ofta betraktas som lite mindre fint att studera makroproblem där möjligheterna till goda empiriska studier är mycket mindre.

Nu har jag försökt göra mig till ovän med så många grupper av ekonomer som möjligt. Jag tror att jag fått med de flesta: delvis andra makroekonomer, finansiella ekonomer, ekonomhistoriker, centralbanksekonomer, ekonometriker plus alla som inte vill prata om samma saker som jag själv på kafferasterna. Jag har även varit lite kritisk mot mig själv. Det är möjligt att jag har glömt någon. Den fortsatta diskussionen får väl visa om det är så och hur överens vi är.

Anders Björklund

Tack, Lars! Då överlämnar jag ordet till Peter Englund från Handelshögskolan här i Stockholm.

Peter Englund

För att kunna tala om lärdomar av krisen måste man naturligtvis först fråga sig hur mycket vi visste tidigare. Det är en fråga som inte är så lätt att besvara. Alla är vi lite efterkloka och tror att vi

förstod mer i förväg än vad vi kanske gjorde. Med den brasklappen skulle jag vilja gå två år bakåt i tiden till nyåret och våren 2008.

Det var då vi såg att förlusterna på de amerikanska bostadslånen började växa. Vi hade sett att vad som var en bubbla i amerikanska huspriser började spricka. Det fanns då breda förväntningar bland de flesta ekonomer om att här var någon sorts kris i antågande – åtminstone växande förluster och solvensproblem för en kanske ganska vid grupp av viktiga finansinstitut i USA.

Men jag tror inte att det fanns förväntningar hos någon om att det som kanske blev 500 miljarder i förluster på amerikanska bolån skulle förorsaka akuta likviditetsproblem på interbankmarknaderna världen över. Jag tror inte att det fanns förväntningar om att en isolerad amerikansk finansiell kris skulle sprida sig till resten av världen, även till banker och banksystem utan exponering mot amerikanska bostadslån eller derivat. Det fanns förvisso inga förväntningar om att en global makroekonomisk kris skulle inträffa bara något år senare.

Jag tycker att det mest utmanande här är att förstå hur en begränsad kris i amerikansk bostadsfinansiering så snabbt kunde leda till en global finanskris. Att sedan en global finanskris också medför en makroekonomisk kris finner jag inte lika förvånande och jag tänker därför begränsa mig till den första frågan.

Varför kunde vi inte förutse spridningseffekterna? Beror det på att forskningen om finansiell ekonomi handlar om fel saker och att vi inte har instrumenten att ens i efterhand, med facit i hand, riktigt förstå vad som hände? Eller har vi trots allt en hygglig förståelse för mekanismerna, men situationen var så speciell att det inte var så lätt att i förväg förutse det händelseförlopp som sedan inträffade? Mitt svar är någonstans

mittemellan. Jag tar nu perspektivet från finansiell ekonomi, där jag håller med Lars om att det nog är inom denna disciplin man har anledning att känna sig mest skyldig till att inte ha förstått vad som har hänt. Jag menar ändå att det fanns en hel del insikter om mekanismerna. Men förståelsen för vad som kom att hända var på ett ganska abstrakt plan och med insikter hämtade från grundforskning i finansiell ekonomi. Steget därifrån till tillämpade kunskaper som gör det möjligt att undvika nästa kris är fortfarande långt.

Den viktigaste lärdomen och den svåraste utmaningen för forskningen gäller hur systemet som helhet fungerar och inte hur enskilda instrument ska prissättas. Den snabba utvecklingen av nya finansiella instrument har i mångt och mycket varit av godo. Det har blivit möjligt för enskilda aktörer att gardera sig mot olika risker med mycket större precision än tidigare, risker kan omfördelas till dem som bäst kan bära dem och det har blivit möjligt för nya grupper att lånefinansiera konsumtion och investeringar. Man kan nog säga att verkligheten har närmat sig teorins ideal om kompletta marknader. Många ekonomer har nog också trott att systemet därigenom skulle ha blivit mer stabilt. Nu vet vi att så inte var fallet. Utmaningen är därför hur vi ska förstå och därmed kunna kontrollera stabilitetsproblemen i det sofistikerade och komplicerade finansiella system vi har fått.

Den traditionella analysen av systemets stabilitet – och det är en analys som jag tycker fortfarande alltför mycket genomsyrar både hur man tänker på problemet i praktiken och hur man lär ut det på universiteten – fokuserar framför allt på bankernas roll i systemet. Bankerna ses som speciella på två sätt: De hanterar betalningar och skapar likviditet men de är också i grund och botten instabila eftersom de finansierar illik-

vid och långsiktig utlåning med likvid och kortfristig inlåning. Därför behövs speciella regleringar, säger man: Insättarnas pengar behöver garanteras och bankernas risktagande behöver begränsas genom krav på kapitaltäckning. Det ska leda till att samhället normalt inte ska behöva träda in.

Kärnan i det teorisystem man lär ut är skäligen enkel. Det är en enkel kedja med å ena sidan sparare som vill placera sina medel i likvid form, å andra sidan hushåll som vill låna långfristigt till konsumtion och investeringar, framför allt till husköp. Däremellan ligger bankerna som hanterar de risker som följer med denna obalans. Denna traditionella syn är nu alldeles för enkel och farligt missledande. Krisen är ett övertydligt exempel på detta. På moderna marknader är det inte bara banker som förmedlar likviditetstjänster utan också mängder av andra institutioner. Systemet består av en väv av institutioner och marknader som är nära sammanflätade med varandra. Kedjan mellan sparare och investerare är mycket längre och krokigare än vad den stiliserade modellen antar. Det är i detta nya "skuggbanksystem" med penningmarknadsfonder, investmentbanker, hedgefonder och olika specialinstitut som krisen har haft sitt epicentrum. Bankerna har inte fått problem därför att småspararna har sprungit och tagit ut sin insättning utan därför att deras korta marknadsfinansiering har torkat ut eller blivit mycket dyrare.

I en sådan värld kan problem uppstå i vilket led som helst i kedjan och sedan transporteras snabbt till hela systemet. Att då bedöma den risk som betalningssystemet och spararnas likvida tillgångar är utsatta för blir mycket svårare. Det som vi saknar i dag är i första hand en mycket bättre bild av hur systemet verkligen ser ut och hur det utvecklas. Det ska vara en bild i realtid och inte en bild av hur det såg ut för tre, fem eller tio år

sedan. Ett problem i den aktuella krisen var att ingen riktigt visste hur riskerna var fördelade i systemet – inte reglerarna men kanske inte heller bankerna själva. Även om informationssystemen på olika sätt kan förbättras, t ex genom centraliserade clearingsystem, kommer ingen någonsin att ha en fullständig överblick. Vi måste ändå försöka förstå hur systemet i dess helhet fungerar givet denna bristande kunskap.

Kärnan i krisen i dag är egentligen densamma som i tidigare kriser. Enskilda instituts försök att lösa sina soliditets- och likviditetsproblem förvärrar situationen inte bara för dem själva utan för systemet i dess helhet. En finansinstitution som närmar sig obestånd kan hantera läget genom att sälja tillgångar, men när den gör det får det spridningseffekter av åtminstone tre olika slag. Det första är en informationseffekt där marknaden drar slutsatsen att också andra liknande institut har problem. Det andra är en effekt på priset på de sålda tillgångarna, vilket också skadar andra institut med motsvarande tillgångar. Det tredje är en effekt på likviditeten för de tillgångar som säljs ut. Genom att bankerna i så stor utsträckning har kommit att lita till marknadsfinansiering blev pris- och likviditetseffekterna särskilt viktiga.

Allt detta är saker som vi förstår ganska väl i princip; det tror jag inte att det råder någon tvekan om. Men det är svårt att omsätta dessa insikter i regler för hur systemet ska styras och kontrolleras. Det förutsätter nämligen att vi vet vilka institut som har särskilt starka spridningseffekter på resten av systemet.

Den kanske viktigaste lärdomen av krisen är att dagens system med kapitaltäckningskrav – Baselreglerna – visade sig vara fullständigt otillräckligt, för att inte säga kontraproduktivt, i den situation som uppstod. Detta kom nog inte som en överraskning. Systemet har

kritiserats av en majoritet ekonomer, inte minst just sådana som är knutna till Bank of International Settlements i Basel. Kritiken har framför allt gällt att systemet fungerar procykliskt. I kristider när risken för kreditförluster ökar och värdet på bankernas lån och andra tillgångar sjunker tvingas bankerna öka sin kapitaltäckning, vilket driver tillgångspriserna nedåt och förvärrar situationen. En lärdom är alltså att vi måste söka utforma kontracykliska system. En annan lärdom är att regleringarna måste anpassas efter hur stora externa effekter ett institut har på resten av systemet. Det är egentligen själva definitionen på systemviktighet.

En annan lärdom är att liknande spridningseffekter också gör sig gällande mellan finanssektorn och den reala ekonomin. Tydligast är det vad gäller bostäder. Med fallande huspriser minskar låneutrymmet och hushåll kan tvingas sälja sina hus, vilket i sig sätter ytterligare press nedåt på priserna. Frågan är alltså hur stark denna spiral är och i vilken utsträckning den beror på specifika institutioner i olika länder och detaljer i de lånekontrakt som gäller på marknaden.

Det finns andra lärdomar, eller man kanske hellre ska säga utmaningar, för forskningen. Många tycker sig se tecken på en systematisk överoptimism under uppgångsfasen inför en kris. Man har därför sökt efter psykologiska förklaringsmodeller. Det är ett forskningsområde som har blivit populärt på senare år. Jag tycker att man kan säga att man har nått en del framgångar där, framför allt i att förklara investerarbeteende. Men steget är ännu långt till en sammanhängande psykologisk teori som kan hjälpa oss att förstå hur kriser uppkommer.

En angränsande observation är att finansmarknaderna tycks kortsiktiga. Detta kan bidra till överoptimism och

underskattande av risker, t ex om endast de allra senaste årens avkastning tillmäts betydelse. Detta kan man ge en psykologisk tolkning om man vill – att aktörerna är för närvarande och för dåligt pålästa i de finansiella krisernas historia. Men det kan också ha den mer enkla förklaringen att besluten grundas på statistiska modeller som utgår från tillgängligt siffermaterial. Om man då ska bedöma ett tillgångsslag som bara har existerat under kort tid blir underlaget med nödvändighet begränsat. Det är därför kanske inte heller någon tillfällighet att kriser ofta uppkommer efter perioder av avreglering eller finansiella innovationer. Som allmänekonom kan man också tycka att de modeller över tillgångspriser – inte minst på fastighetssidan – som används i alltför stor utsträckning är enkla tidsseriemodeller på begränsat dataunderlag snarare än mer strukturella modeller av underliggande samband, något som kanske kunde ha dämpat en del av optimismen när det gäller t ex de amerikanska bostadspriserna.

Det hävdas också att kortsiktigheten kan bero på de ersättningssystem som förekommer i finanssektorn. Den något vildvuxna kritiken mot olika – i och för sig utmanande – bonussystem tar ofta sikte på rena rättvise- och fördelningsfrågor. Väl så viktigt är dock att fråga om systemen ger rätt incitament. Här finns ett antal problem när det gäller hur ändamålsenliga belöningsystem bör utformas. Detta är ett livaktigt och viktigt forskningsområde, men jag tror inte att det finns någon konsensus där som har bäring på graden av risktagande och kortsiktighet i systemet.

Slutligen vill jag kort koppla till de slutsatser man kan dra för penningpolitiken. Sedan ett antal år har olika debattörer förespråkat att tillgångspriser på ett eller annat sätt ska ingå i målfunktionen för penningpolitiken – en tredje komponent utöver inflationen och något mått

på kapacitetsutnyttjandet. Denna tanke har i allmänhet tillbakavisats, inte minst från centralbankshåll, med motiveringen att stabila tillgångspriser inte är ett mål i sig, till skillnad från stabila varu- och tjänstepriser. Detta är i och för sig korrekt. Men vad dagens kris liksom tidigare kriser visar är att snabbt stigande tillgångspriser är en signal om att systemet blir mer svårstyrt. I en ekonomi med skenande villapriser är risken större att konjunkturen ska vända snabbt och brant nedåt och sambandet mellan styrrenta och inflation blir svagare. Jag tror inte att vi är mogna att addera en tredje variabel till taylorregeln, men jag tror åter att vi har en fråga som är en utmaning för forskningen och någonting som definitivt är värt en djupare analys.

Anders Björklund

Vi tackar för detta. Nu går ordet till Nils Gottfries från Uppsala universitet.

Nils Gottfries

Mitt inlägg överlappar rätt mycket med Peters. Jag kommer först att prata lite om hur jag tolkar finanskrisen. Vi ska ju diskutera lärdomar av finanskrisen och då är det viktigt att vi tänker på vad den egentligen var. Sedan ska jag prata om lärdomar för professionen.

För det första anser jag att det inte är penningpolitikens fel att detta blev en finanskris. Jag tror inte att något högre räntor skulle ha förhindrat problemen med bolån i USA till folk som inte kunde betala eller att någon procents högre riksbanksränta skulle ha hindrat bankerna att låna ut en massa pengar i Lettland. Finanskrisen bottnar i stället i att vissa specifika institutioner hamnade i finansiella problem. Det var inte heller så att *alla* banker hade problem, utan det var vid vissa institutioner som problemen började.

Det är inte heller det faktum att värdet på vissa tillgångar föll som gjorde att

Likvida tillgångar	
Utlåning (osäker, illikvid)	Inlåning (säker, likvid)
	Upplåning på finansmarknaden (kortsiktig)
	Egenkapital
Kreditförluster, värdefall	

Figur 1
Förenklad balans-
räkning för en bank

vi fick en finanskris. Sådant förekommer hela tiden. Se bara på aktiemarknaden – aktierna kan gå upp och ned med 20 procent utan att det egentligen händer särskilt mycket med den reala ekonomin, annat än att aktieägarna känner sig lite fattigare eller lite rikare och spenderar lite mer eller mindre. Men det blir ingen finanskris av det.

Låt oss tänka oss att det finns en fond som placerar pengar i några skumma bostadsobligationer som bygger på lån till husägare och att vi alla har pengar i den fonden. Sedan visar det sig att 10 procent av husägarna inte kan betala tillbaka pengarna. Vad skulle hända då? Jo, då skulle vi fondägare få ett meddelande hem att tyvärr har fonden gjort kreditförluster på 10 procent. Jaha, säger vi och konsumerar lite mindre. Men det skulle inte bli någon finanskris av det. Det skulle bli ett värdefall.

Varför blev det en finanskris? Jag tänker göra mig till tolk för vad Peter kallar för en gammaldags syn. Jag ska lite utveckla det Peter sade.

Vad gör en bank? En bank omvandlar en osäker och illikvid utlåning till en säker och likvid inlåning. Man lånar ut till företag och hushåll som kanske inte kan betala tillbaka. Man kan inte heller kräva tillbaka pengarna från ett litet företag över en natt, för då kommer företaget att gå omkull. Lånet är alltså en osäker och illikvid tillgång. Ändå erbjuder man dem som sätter in pengar på banken en

säker avkastning, de får en viss ränta, och de kan ta ut pengarna när de vill.

Då kan man fråga: Hur är detta möjligt? Det är lite av trolleri över detta. Men det bygger på de *stora talenslag*. Man lånar ut till många individer och företag, så normalt kan man förutse hur stor del av dem som inte kommer att kunna betala tillbaka. Det är många som sätter in och tar ut pengar och insättningar och uttag tenderar att ta ut varandra.

Men bankverksamhet bygger också fundamentalt på att det finns ett *egenkapital* som kan täcka förluster även om det går väldigt dåligt. Vi har på tillgångssidan utlåning, en del likvida tillgångar, på skuldsidan inlåning, upplåning på marknaderna och egenkapital. Nu blir det kreditförluster. De kommer att äta upp en del av egenkapitalet. Då är det helt fundamentalt för bankverksamheten att man har så mycket egenkapital att man kan täcka kreditförlusterna även om det sker väldigt dåliga utfall – även om det händer saker som man från börjar bedömer som mycket osannolika.

Men bankverksamhet är också ett exempel på att det finns multipla (flera) jämvikter. Bara ryktet om att kanske den här banken har gjort förluster kan leda till en uttagsanstormning och fälla en bank som i grunden är solid. Då har vi bankreglering som ska hindra sådana problem. Vi har kapitaltäckningskrav, insättningsgaranti och övervakning av banker.

Som jag tolkar det var ett fundamentalt problem i finanskrisen att vi hade en bankindustri utanför den reglerade sektorn, så kvasibankerna, som bedrev bankliknande verksamhet men inte var lika reglerade. Det andra stora problemet var att bankerna i dag finansierar mycket av sin utlåning genom att man lånar upp på marknaderna. Den upplåningen är inte täckt av insättningsgarantier och alltså kan den utsättas för en uttagsanstormning.

Mitt tolkning av finanskrisen är att den var en uttagsanstormning riktad mot dessa institutioner. Den naturliga slutsatsen är att alla institutioner som bedriver bankverksamhet i den här meningen måste regleras på ett liknande sätt som banker. Det mest naturliga sättet att minska riskerna i systemet är att höja kapitaltäckningen i goda tider. Sedan är det klart att för att hindra att detta får procykliska effekter måste bankerna få utnyttja utrymmet i dåliga tider och få tid på sig att rätta till det igen.

Naturligtvis är det i dessa tider svårt att värdera riskerna med komplicerade finansiella kontrakt och vi har fortfarande risken för en uttagsanstormning när det gäller bankernas upplåning. Men förhållandet att det är svårt att värdera risker talar snarast för högre kapitaltäckningskrav, som jag ser det.

Bonussystem diskuteras, men jag tror att man diskuterar symtomen snarare än orsaken. Ägarna gick ju med på bonussystemen. Om ägarna var med på bonussystem som uppmuntrar risktagande tyder det på att man var alltför riskbenägen.

När det gäller finanspolitiken kan vi lära att den inte är att lita på. Problemet med finanspolitiken är inte så mycket vad man gjorde i krisen utan vad man inte gjorde före krisen. Många länder gick in i den här krisen med väldigt svaga statsfinanser. Det gör att när man nu för en expansiv politik så skapar det en osä-

kerhet och det i sig gör effekterna av den expansiva finanspolitiken osäkra. Visserligen skapar man efterfrågan direkt, men samtidigt skapar man en oro för vart statsfinanserna är på väg och den oron påverkar konsumenter och företag.

Även på ett annat sätt har man misslyckats med finanspolitiken. Flera länder i euroområdet har en inhemskt skapad kostnadsris kris ovanpå finanskrisen. I den meningen kan man säga att finanspolitiken har misslyckats. Sverige är i det här fallet ett undantag. Den här gången gick vi in med goda statsfinanser och kunde föra en kraftfull finanspolitik.

Om nationalekonomin som ämne skulle jag för det första säga att de här frågorna kan analyseras med ekonomisk teori. Det finns en stor ekonomisk litteratur om banker och finansiella institutioner. Men faktum är att vi i Sverige har ganska få som kan den litteraturen och vi undervisar väldigt lite på detta. Vi får skämmas för att vi inte har undervisat mer i de här frågorna.

Jag tror att det beror på att vi har få som forskar om detta i Sverige. Som handledare drar man sig för att leda in doktorander på ämnen man själv inte behärskar. Över huvud taget är makroforskningen ganska svag på universitetet. Det tror jag beror på att det i dag är väldigt komplicerat att bedriva makroforskning. Den har blivit väldigt tekniskt komplicerad. Det kräver att man är en del av en stark forskningsmiljö inom makro om man ska syssla med makroekonomi. Många universitet har svårt att nå en kritisk massa när det gäller makroforskning. Det finns en del personer som har doktorerat inom det här området, men de finns i allmänhet på Riksbanken, affärsbankerna eller på Finansdepartementet.

Per Krusell

Jag har inför panelen tänkt i termer av komparativa fördelar. Jag tror för det

första att jag är förhållandevis bra på att inte veta svaret och jag håller med Peter om att vi inte vet svaret i det här fallet. För det andra vill jag framför allt kanske rapportera vad jag ser som nya strömningar inom den makroekonomiska forskningen, så det blir mindre finansiell ekonomi i min diskussion.

På den första frågan, om krisen kunde förutspås, svarar jag: Nej. Det är det korta svaret som jag vill kommentera lite. Vi talar om en ganska stor kris. Det finns väldigt lite data om stora kriser. Vi hade depressionen i USA exempelvis, och sedan hände någonting under 1970-talet, men vi talar om en ganska lång tidsperiod och väldigt få riktiga kriser. Rent statistiskt kan man inte vara säker på vad som hände under krisen. Det finns de som försöker dra slutsatser genom att titta på olika länder och stoppa alla i samma korg och göra statistiska analyser. Reinhart-Rogoff har gjort det lite grann. Men då är det många andra variabler som skiljer länderna så det blir svårt att dra generella slutsatser.

Till exempel ser vi hög belåning, som flera har nämnt, som en faktor. Men det är inte bara hög belåning som krävs. Det lilla som Reinhart-Rogoff kommer fram till är att kriser rent statistiskt genereras av en kombination av problem. Det är att vissa priser ska gå upp, det ska vara hög belåning, men inte ens det räcker. Det är inte så lätt att förutspå en kris skulle jag vilja säga.

Som Peter påpekade är det en ganska liten chock mätt i de kreditförluster som bankerna gjorde på bolånen. Frågan är hur en så liten chock kan få så stora effekter först på finansmarknader och sedan i den reala ekonomin. Det vore konstigt att säga att man förstår detta i efterhand. Man kan alltid konstruera en förklaring, men hur vet man om den är rätt?

Låt mig också trycka på att det över tiden har tillkommit en mängd olika nya institutioner. De nya institutioner som

Nils pratade om är investmentbanker, hedgefonder och olika slags institut som är mindre reglerade än de traditionella affärsbankerna. Sedan finns det nya värdepapper och vi har läst om och om igen i tidningarna om hur svåra dessa är att förstå. De fanns inte under den stora depressionens dagar och inte heller under 1970-talet.

En annan viktig faktor som bankerna själva alltid framhåller är att de är centrala; om denna sektor drabbas av en chock sprider den sig, får dominoeffekter osv. Som Nils antydde kan det finnas multipla jämvikter och koordinationsproblem. Om alla tror att det ska gå åt skogen, då går det åt skogen. Men om alla tror att det kommer att gå bra så går det bra. Om det är så, hur förutspår man då en kris? Det är jättesvårt att veta.

Sammanfattningsvis vill jag säga att medierna är jätteintresserade av dem som har råkat säga att börsen skulle gå upp när den gick upp mot allas förväntan. Vi befinner oss i den situationen nu. Vi ska inte luras att tro att vi verkligen förstår.

Den andra frågan var: Behövs förnyelse av makroteorin? Det är en sak jag ägnar mig åt lite grann. Låt mig beskriva historien. Jag tror att jag säger samma sak som Lars sade alldeles nyss. Den keynesianska teorin och modern makro är det man normalt talar om. Modern makro syftar på den komplexa teoriapparatur som Nils också nämnde. Keynes teori presenterades som ett sätt att analysera depressionen. Den hyllades utan undantag fram till 1970-talskrisen, då den på något sätt inte fungerade. Vad hände då? Det var två nya spår som egentligen uppstod.

Spår 1 är en policyinriktad och sofistikerad ansats, skulle jag vilja säga, en utvidgning av den keynesianska analysen: den förväntningsutvidgade Phillipskurvan. Av detta följde idéer om att centralbanker skulle vara självständiga,

vilket ledde till vad man trodde var en bättre situation och man tänkte: nu har vi åstadkommit en s k *great moderation*. Politiken hyllades. Från och med Volckers dagar skulle vi enligt denna syn mer eller mindre aldrig mer behöva se några större fluktuationer. Det är sant som Lars sade att för ett par år sedan var det så att vi slog oss för bröstet och tyckte att allt var fixat. Men detta är uppenbarligen inte fallet.

Spår 2 var det som kallas modern makro. Det var Lucas m fl som föreslog att man skulle bygga om makron från grunden, både teoretiskt och när det gäller den empiriska ansatsen. Det vi ser är att den från början var ofärdig och att använda den för att föreslå vilken ekonomisk politik som borde föras tycker åtminstone jag är oansvarigt. Jag ser modern makro som en teori under omvandling. Den har varit under omvandling och den är fortfarande i rörelse och letar sig fram delvis därför att den är väldigt komplex. Här behövdes förnyelse redan före krisen och krisen gör kanske att den här teorin kommer att gå åt något håll i stället för åt något annat håll. Men det var redan en teori i rörelse.

Det var alltså två spår som dök upp. Kommer vi nu att se ett nytt spår, efter ”den tredje krisen”? Den första krisen var alltså depressionen och den andra var 1970-talskrisen. Båda var kriser i hela västvärlden. Nu har vi en tredje kris i hela västvärlden. Kommer vi att se ett nytt spår? Den frågan kan man ställa sig och jag tolkar i viss mån frågan här som en sådan fråga.

Min egen syn på teorin tänker jag nu ge utan bevis, vare sig matematiska eller andra. Jag tror själv att rent metodmässigt är modern makro vägen framåt. Varför? Jag tror att vi behöver en analysapparat som har ett antal egenskaper. Den första egenskapen är att den är som nationalekonomin är mest, fundamentalt baserad på välfärdsanalys som mikro, offentlig ekonomi osv. Keynes teori

är inte alls kopplad till resten av nationalekonomin.

Den andra värdefulla egenskapen hos modern makro är att den byggs på mikroekonomiska grunder där man beskriver hur individen beter sig, hur företag beter sig och hur dessa sedan interagerar på marknaden. Det är i någon mån komplicerat att konstruera dessa modeller, men de har fördelen att de kan testas med mikrodata. Det gjordes här tidigare en kommentar om att det är viktigt med empirisk testning av modellerna. Här kan man alltså testa på ett helt nytt sätt.

Sedan gäller det friktioner, dvs marknader som inte fungerar, t ex kreditmarknaden som inte verkar fungera speciellt väl. Jag tror att vi alla håller med om att vi måste studera kreditmarknaden och ge den en mer central roll i makroekonomiska modeller. Frågan är dock just vad det är som inte fungerar. Och under vilka omständigheter den inte fungerar. Ganska ofta verkar den fungera. Den tredje egenskapen en god modell måste ha är alltså att den måste svara på dessa frågor. Detta gör modern makro, i alla fall i princip: när friktioner tas på allvar, beskrivs de i detalj.

Det gäller också att studera individer, alltså det som Peter nämnde, dvs individuella sparare och investerare och hur de beter sig. Jag tror att en del av de friktioner vi letar efter är att dessa beter sig på ett sätt som vi nationalekonomer skulle kalla lite irrationellt, i alla fall utifrån traditionella beteendemodeller. Det kan vara en viktig pusselbit för att bättre förstå individuellt beteende. Samma sak gäller företagens beteende. Och hur fungerar marknaden? Det är ganska mycket frågor och de flesta är inte riktigt besvarade. Därför vill jag återkomma till mitt ”vet ej” som kanske det mest centrala här! Detta är dock ett jätteviktigt forskningsområde där vi måste bygga ny kunskap och detta gärna så snart som möjligt.

Om man sammanfattningsvis kan använda den metod som modern makro bygger på så tror jag att man bygger upp en mycket mer robust makroekonomisk kunskap. Utifrån den kunskapen kan man diskutera regleringar. Peter frågade hur man ska reglera. Det är inte helt uppenbart. Nils hade också några förslag. Och hur ska man stabilisera konjunkturer mer allmänt? Modern makroteori har i alla fall en chans att besvara alla dessa frågor.

Jag tror alltså att den här teorin är den enda vägen framåt, men att man har väldigt långt kvar att gå. Jag tror att vi är på ganska god väg. Vi är i viss mån på bättre väg än vad många tror. Till exempel tror jag att Sveriges situation nu inte är helt olik den som kommer av en teknologichock i en modern makromodell av en liten öppen ekonomi. Självklart är det formellt ingen teknologichock vi utsatts för, men vad vi har fått är en nedgång i exportefterfrågan som kan ses som snarlik en teknologichock. Hur reagerar en liten ekonomi på en dylik chock? Ett ganska bra svar erhålls just av våra moderna modeller, även om de förstås inte ger hela sanningen. Jag tror faktiskt också att dessa modeller i praktiken hjälpt ledande ekonomer och beslutsfattare att analysera den kris vi drabbats av.

Vad säger marknaden? Vad jag menar med marknaden här är de internationella forskare jag nyligen har stött på: vad tycker dessa om modern makro som teori, jämfört med möjliga alternativ? För det första deltar jag ganska mycket i internationella forskningskonferenser och där ser man vilka nya slags uppsatser som skrivs i ämnet. Vad lägger de nya uppsatserna till vår i makroekonomiska teorier?

För det andra har jag själv arrangerat två paneldiskussioner om just det här ämnet, med bl a yngre ledande makroteoriforskare. Dessa forskare skulle jag säga inte representerar särintressen,

vare sig vad gäller ekonomisk politik eller politik mer allmänt, utan de har alla tagit som utgångspunkt just frågan om vilken teori som är mest användbar, nu och framöver.

För det tredje kommer jag just från Atlanta där *American Economic Association* hade sitt årliga möte. Detta möte är som en stor marknadsplats för just nyutexaminerade PhDs som letar sina första jobb som lärare och forskare. Institutet för internationell ekonomi, där jag jobbar, anställer och intervjuar ett stort antal kandidater där. Av den granskning av kandidater som vi gått igenom får man en ganska bra bild av hur de nya avhandlingarna ser ut inom ämnet makroekonomi.

Jag vill nu kort rapportera ifrån alla dessa källor hur synen på makroteori verkar utvecklas just nu.

Sammanfattningen av detta är, för det första, att det verkligen finns en intensiv aktivitet för att förstå krisen, speciellt på toppuniversiteten, bland deras doktorander såväl som bland etablerade forskare. Krisen tas alltså på allra största allvar: många släpper vad de håller på med och börjar fundera över krisen i stället. Bland den nya forskning man redan kan skönja, syns det då ett tredje spår?

Nej, eller åtminstone inte än. Metodmässigt ser jag inga alternativ föreslås och bland alla dessa forskare, såväl seniora som juniora, finns det heller ingen som säger att vi borde gå tillbaka till den keynesianska ansatsen. Det handlar mer om att vi måste förstå, som Peter sade, precis vad marknadsmisslyckandena är, dvs vad det är för slags friktioner på marknaden vi har att göra med: exakt vilka marknader fungerar dåligt under exakt vilka omständigheter?

Nya ämnen, eller inriktningar, som man kan skönja i forskningen är fokus på privat information, *banking*, och på hur olika företag har olika stora kreditbehov, dvs heterogenitet hos företag

som en viktig beståndsdel i våra makromodeller.

Så vill jag till sist säga några saker om ekonomisk politik. En del av dessa kanske bara kan klassificeras som åsikter, men det skiljer dem nog inte åt från det mesta av diskussionen här i dag. När det gäller nya regleringar på kreditmarknaden skulle jag vilja säga att det råder konsensus om att sådana behövs, men egentligen inte om hur de ska utformas. Viktiga frågor gäller när man ska rädda banker och i så fall vilka banker? Jag tror att frågan om *moral hazard* är central. En annan fråga gäller huruvida Riksbanken bör ha med tillgångsvärderingar i sin explicita målfunktion eller taylorregel. Jag tycker att det är svårt att argumentera för detta. Jag tycker inte att det alltid är uppenbart vad rätt priser är och hur Riksbanken ska kunna veta detta är högst oklart. Handlar det om att veta hur snabbt priserna går upp? Hur ska man kunna mäta fundamenta? Det finns inga bra svar på dessa frågor vad jag vet. Framför allt är det svårt att hävda att Riksbanken vet mer än den samlade finansmarknaden.

När det gäller nya former för krishantering skulle jag igen vilja ge ett rungande "vet ej". Lars sade att vi har gjort rätt. Jag skulle vilja säga att jag inte tycker att vi alls vet att vi har gjort rätt, i alla fall i den mening de flesta åsyftar. Vi kanske har gjort rätt såtillvida att jag själv skulle jag ha gjort så som de flesta beslutsfattare gjorde, helt enkelt av försiktighetsskäl. Vi har olika värderingar av, och sannolikheter för, olika utfall. Det värsta som kanske skulle kunnat inträffa är nog en djup kris till följd av att man inte stimulerat nog. Alternativet är att man stimulerar ordentligt, men att det inte gör någon skillnad. Då är effekten också negativ, för man får en större statsskuld, men det är nog inte lika allvarligt. Om jag alltså hade ett val mellan dessa olika utfall skulle jag nog ha valt

den väg som de flesta finansministrar har valt.

Assar Lindbeck

Det har sagts många kloka saker här, så det gäller att försöka undvika upprepningar. Det finns två frågor. Den ena är: Vilka är lärdomarna för makroekonomisk analys? Den andra är: Vilka är lärdomarna för en ekonomisk politik? Jag tänker säga något lite om var och en av dessa.

Det karakteristiska för den här krisen är, som många sagt, att utvecklingen på den finansiella marknaden spelat en särskilt stor roll denna gång i förhållande till tidigare kriser under efterkrigstiden. Då drar alla den rimliga slutsatsen att man måste få större tyngdpunkt på analys av finansiella marknader och hur händelser på den finansiella marknaden sprids till den reala ekonomin.

En punkt som jag dock vill betona är att finansiella marknader fungerar kolossalt olika under normala förhållanden och under krissituationer. Under normala förhållanden fungerar finansiella marknader som ett slags smörjmedel i ekonomin som får allokeringen av resurser att flyta bättre. I finansiella krissituationer uppstår det någonting helt annat. Då får vi likviditetsproblem, solvensproblem, bankrutter, förtroendebuster och drastiska strypningar av flera kreditflöden. Man måste kunna analysera båda dessa faser, den normala oljan i maskineriet och dessa stopp och inte minst: Hur ser övergången ut från det normala till det krisartade?

I ett långt historiskt perspektiv är finanskriser ingenting nytt. De har ofta föregåtts av kraftigt kreditexpansion, hög leverage i företagen, hög riskexponering i olika proportioner i olika krissituationer. Bublbor ser jag som situationer då det inte går att förklara tillgångspriserna med rimliga antaganden om fundamenta. Sedan spricker bubblan, det går nedåt

och så får man de mekanismer som det har talats om här, solvensproblem osv.

Då uppstår en fråga: Hur ska vi förklara uppkomsten av bubblor? Det finns många olika förklaringar till detta och jag brukar särskilt betona två. Den ena är att folk tidvis grips av överoptimistiska förväntningar. IT-bubblan är ett sådant exempel. Det kan leda till att man imiterar andras beteende för att vara med om en spektakulär uppgång. Då borde de som är mer rationella kunna parera detta genom mottransaktioner och utnyttja situationen. Men de kanske inte har så stora finansiella resurser att göra det och dessutom kan de själva ha riskaversion. Därför kan man få bubblor på grund av överoptimism hos en del placerare. Det är den ena förklaringen.

Den andra förklaringen är att vi kan ha en situation där praktiskt taget alla inser att det är en bubbla och att den kommer att brista förr eller senare. Men man vet inte när. Folk kan tro att de kan komma ut ur bubblan innan priset hinner falla under den nivå de ursprungligen köpte tillgångarna för.

Båda dessa förklaringar kommer i konflikt med teorier om rationella förväntningar och effektiva marknader. Men det bekymrar inte mig. Tvärtom är det enligt min mening ett stort misstag i modern makroanalys att man har tagit teorin om rationella förväntningar och effektiva marknader på alldeles för stort allvar. Jag betraktar båda dessa teorier som mycket användbara, nämligen som ett slags jämförelsenormer för andra hypoteser – med andra ord som ”benchmarks” – men inte som en beskrivning av verkligheten själv. Det är en bra utgångspunkt för att få en diskussion om realistiska förväntningar och för att ta hänsyn till olika typer av irrationaliteter. En av de stora svagheter i den moderna makroteorin tycker jag är just att man har tagit rationella förväntningar och effektiva marknader som verklig-

hetsbeskrivning i stället för som jämförelsenormer.

Då är frågan: Hur ska man hantera analys av finansiella marknader och knyta ihop den med makroekonomin? Man kan säga att finansiella kriser ofta är kriser för finansiella institutioner. Det betyder att man måste ha med de finansiella institutionerna i analysen. Det är de finansiella institutionernas problem som står i centrum för en stor del av kriserna.

Dessutom måste man modellera finansiella marknader på ett mycket mer sofistikerat sätt än att det bara är räntan och penningmängden som har betydelse för den reala ekonomin. Man måste ha med förmögenhetseffekter, likviditetseffekter, solvensproblem och förtroendekriser. Det finns en utveckling i den riktningen. Redan Bernanke och Gertler inkluderade vissa sådana mekanismer i en berömd artikel från slutet av 1990-talet. De hade dock inte tagit med några finansiella institutioner utan bara finansiella marknader.

Senare har ekonomer på både IMF och ECB försökt introducera den modelltyp som Per talade om här. Men enligt min mening har man ännu inte lyckats få in detta på ett riktigt realistiskt sätt när det gäller just krissituationerna med solvensproblem och bankrutter.

Jag ska göra ett litet erkännande av en tokighet som jag har gjort själv. Den är nämligen instruktiv när det gäller problemets natur. När jag skrev min doktorsavhandling 1963 handlade den om olika kanaler genom vilka penningpolitik påverkar ekonomin. Utöver räntan tog jag förmögenhetseffekter, likviditetseffekter, kreditransonering och företagens aversion mot risk. Det var okej. Sedan skrev jag ett kapitel där jag sade: Nu ska jag introducera kreditinstitutioner. Jag introducerade två kreditinstitutioner – banker och *intermediates*. Jag drog då slutsatsen att modellen

fungerade nästan likadant oavsett om man införde kreditinstitutioner eller inte. Jag gjorde misstaget att bara ha med marginella störningar av systemet. För att kreditinstitutionerna verkligen ska spela en stor roll måste man göra stora störningar som leder till bankrutter och solvensproblem. Det insåg inte jag att man skulle göra. Det återstår även att göra i nya modeller. Jag återkommer till det jag började med, nämligen att man måste skilja på hur det finansiella systemet fungerar under normala förhållanden och i krissituationer.

Det var några ord om modelleringen. Man måste modellera de finansiella mekanismerna på ett mycket djupare sätt än med ränte- och penningmängdsförändring. Och man måste kunna analysera både normala situationer och krissituationer och i bästa fall kunna förklara vad det är för mekanismer som gör att man övergår från det ena till det andra.

Den andra frågan var: Drar vi några lärdomar för ekonomisk politik? Eftersom det var de finansiella störningarna som dominerade den senaste krisen kommer jag att koncentrera mig på finans- och penningpolitik. Det råder numera stor enighet hos alla om att regleringssystemen gick fel, dels därför att man avreglerade utan att införa nya typer av regleringar, dels därför att man inte anpassade regleringarna till framväxten av nya kreditinstitutioner och nya kreditinstrument. Det finns nu en provkarta på förslag om kapitaltäckningsregler, marginalregler (hur mycket man får låna mot säkerhet), hur man ska hantera värdepapperifieringen av marknaderna och en mängd andra saker. Jag tycker att det är riktiga saker att diskutera och man kommer säkert fram på den vägen.

Men det finns en sak till som många här har påpekat; man kan inte nöja sig med att reformera reglerna och säga att vi ska ha samma regler hela tiden. Då

får man nämligen den procykliska effekten vi har hört talas om. Man måste i stället tänka sig ett system där man varierar reglerna efter konjunkturen – att man skärper kapitaltäckningsreglerna i konjunkturuppgångar för att bromsa kreditexpansionen och sänker kapitaltäckningsreglerna i lågkonjunkturer så att bankerna inte måste sälja ut för att klara kapitaltäckningen, vilket är destabiliserande.

Vad betyder det? Det betyder att den som sysslar med detta i realiteten kommer att bedriva penningpolitik. Att skärpa kapitaltäckningsreglerna, osv är en metod för att påverka kreditexpansionen och därmed också räntebildningen. Det kan man knappast lägga på en myndighet som konkurrerar med Riksbanken. Då får man två penningpolitiska myndigheter. Alltså måste man nog lägga detta på Riksbanken.

Vad betyder det i realiteten? Det betyder att Riksbanken får tre mål i stället för ett eller två. Det blir inflation, kapacitetsutnyttjande och finansiell stabilitet. Varför ska man då bara använda regleringar för att bidra till finansiell stabilitet? Om man vill påverka kreditexpansionen – varför inte också använda kassareservbestämmelser som man hade förr i världen, eller likviditetskvoter eller vad man nu kan tänka sig?

Då är man inne i en värld där man måste lämna förenklingen att endast ”inflation targeting” gäller. Man måste inse att centralbankerna i världen kommer att få en mycket mer komplex situation när man balanserar med tre olika mål. Nu kan någon kanske säga att syftet med finansiell stabilitet helt enkelt är att förhindra ett ras i kapacitetsutnyttjande i framtiden. Man kan säga att det inte är något nytt. Kapacitetsutnyttjandekravet finns redan. Men operationellt blir det tre mål. Man tvingas bevaka att tillgångspriserna inte skenar i väg så att det blir en fördubbling eller tredubbling av

tillgångspriserna. Det betyder att man tvingas inkludera tillgångspriser och kreditgivning till finansiella placeringar i analysen av Riksbankens mål.

Jag håller med Per Krusell om mycket av det han sade. Men jag menar att det är ofrånkomligt att i framtiden även ta hänsyn till bubbler i penningpolitiken. Någon kanske säger: Hur vet man att det är en bubbla? Man får använda lite sunt förnuft; det är inte förbjudet! Om man ser att priserna ökar med 50-100 procent börjar man misstänka något, särskilt om det startar på en hög nivå. ”Common sense is not very common.” Men de som har det bör få möjlighet att använda det.

Låt mig säga så här: Det är farligare att låta en bubbla explodera än att punktera den innan den har blivit farlig. Det är en mindre risk med att bromsa en prisökning som inte är en bubbla än att bara sitta och låta den explodera. Det är samma problem som i *global warming*. Det är förstås osannolikt att havsytan kommer att stiga med sex meter. Men om det finns en liten sannolikhet för det vill man betala en försäkringspremie för det, nämligen att minska koldioxidutsläppen. Det är samma problematik.

Därför tror jag att framtidens penningpolitik kommer att bli tredimensionell.

Anders Björklund

Tack, Assar! Nu avslutar vi med Juhana Vartiainen från Konjunkturinstitutet.

Juhana Vartiainen

Ordförande! Efter dessa fräscha och ungdomliga tankar från Assar ska jag börja med ett historiskt perspektiv – jag som numera redan har så många år på nacken. Min första tes är att det ändå är en relativt positiv slutsats man skulle kunna dra här: Mänskligheten har lärt sig någonting – sannolikt med hjälp av nationalekonomin – såtillvida att det

inte blev en upprepning av mellankrigsperiodens stora kris med restriktiv ekonomisk politik.

Om man som jag är benägen att betrakta nationalekonomin inte som en ren vetenskap som fysik och kemi utan som ett sätt att analysera och prata om ekonomin för medborgaren och beslutsfattaren och på det sättet påverka allas beteende är det ändå en ganska bra prestation. Som Lars Calmfors alldeles riktigt påpekade i sitt anförande hanterade man kanske krisen med sunt förnuft och enklare modeller. Men det var precis den insikten Keynes hade. Det som betraktas som sunt förnuft kanske härstammar från någon ekonomisk-politisk modell eller diskussion för länge sedan. Jag tror att den restriktiva politik som då fördes också betraktades som intuition och sunt förnuft på den tiden. Sedan ledde den bl a till ett världskrig. I det långa loppet skulle man kanske kunna se detta som någonting positivt som nationalekonomin har åstadkommit.

Om man däremot betraktar det senaste årtiondet då det har rått en naiv och lite grann av en Polyannauppfattning bland beslutsfattare och politiker, och kanske även medborgare, om hur kontrollerbar och stabil makroekonomin är tycker jag att nationalekonomerna borde betona att den var baserad på en snedvriden och selektiv läsning av nationalekonomisk teoribildning. Det handlar om allmän jämviktsteoribildning och den litteratur som tar dessa stabilitetsfrågor på stort allvar. Det har alltid rått stora misstankar mot idén att det är lätt att kontrollera marknadsekonomin och att den på något sätt av sig själv söker ett stabilt tillstånd. Jag tänker på generella slutsatser ur dessa överlappande generationsmodeller där det endast är under ganska stringenta antaganden man får fram en unik och optimal jämvikt. Teoretiker som Geanakoplos med flera har betonat dessa i sina forskningskarriärer.

Ett annat dilemma är aggregeringsfrågan, det berömda Debreu-Mantel-Sonnenschein-dilemmat, som egentligen säger att alla de egenskaper som karakteriserar individuellt beteende inte per automatik kommer i arv i dessa makromodeller. Det är också en sorts fatal kritik mot den moderna makron. Du kanske vet bättre, Per – men när jag senast kollade hade man i denna moderna makro löst denna fråga genom att låtsas att den inte finns. Man ska inte skylla marknadsekonomi för den alldeles för polerade bilden av makroekonomin som dessa moderna makroekonomer vill upprätthålla.

Å andra sidan tycker jag att det numera finns ganska intressanta teorier och uppsatser. Det finns en teoriutveckling som faktiskt skulle kunna belysa vissa av dessa frågor. Jag tänker på uppsatser av Brunnermeier och Pedersen som just handlar om varför en bubbla kan bestå och växa ganska länge innan den brister. Det handlar också om nya, ganska abstrakta och svårtillgängliga modeller om varför ekonomin kan hoppa från ett läge där likviditeten inte är ett problem och plötsligt gå till en situation där det råder stor brist på likviditet. Detta är frågeställningar på forskningsfronten. Det tar lång tid innan de blir till slutsatser som är till för ekonomisk politik. Det finns ändå mycket att utgå från inom nationalekonomisk teoriutveckling.

Om man tittar lite snävare på ekonomisk politik och prognosmakeriet kan man ställa sig frågan: Vilka teori- och skolbildningar finns och vilka nationalekonomer känner sig uppmuntrade av krisen? Vilka skulle ha kunnat varna om detta tidigare? Jag tror mig kunna observera att det finns ett slags politisk höger- och vänsterkritik som båda borde känna sig uppmuntrade jämfört med den konventionella mainstreampolitik som de flesta makroekonomer har använt.

På den högerliberala sidan har vi Hayek som redan i sina böcker skrev hårt och skeptiskt. Han var galen på sitt sätt och jag vill inte uppträda som någon lärjunge till Hayek, men han hade en ganska djup insikt om att det aldrig kommer att finnas någon teknologi tillgänglig som skulle tillåta att man styr ekonomin och samhället. Även när Per Krusell och hans kolleger har tagit fram alla dessa väl estimerade beteendefunktioner och man har lagt fram nya reaktionsfunktioner för finanspolitik och penningpolitik kommer någon på marknaden att utnyttja dem och det kommer en ny fas som överraskar alla. Man kan inte vare sig etiskt eller faktiskt utgå från att man kommer att kunna styra det fria samhället. Det kanske ligger någonting i den insikten.

Å andra sidan finns det på den politiska vänsterkanten mer skeptiska röster som redan ganska länge har uttryckt skepsis gentemot denna stora moderationsperiod. Jag tänker på gammaldags keynesianer som Wynne Godley, som redan för länge sedan började varna för effekterna av dessa stora obalanser. Han sade då att det kommer att hända någonting på den amerikanska kredit- och bostadsmarknaden.

Vilka mer praktiska slutsatser skulle man då kunna dra? Mitt intryck är att denna kris ändå har gett anledning till ett ganska fertilt nytänkande. Det har kommit nya intressanta uppsatser med nya idéer i makroteori. Jag vet inte vilka av dem som skulle platsa i Per Krusells moderna makro, men det kommer förslag och idéer om modeller som på något sätt skulle pruta på dessa extremt stringenta rationella eller modellkonsistenta förväntningar och antaganden. Man jobbar med mer heterogena agenter och mer behaviorala eller datadrivna modeller eller någonting som jag tror att de själva kallar för *imperfect knowledge macro economics* – alltså modeller där agenterna

visserligen är rationella men ingen på riktigt vet vad den strukturella modellen om ekonomin är. Man tillåter en viss osäkerhet och att agenterna reviderar sina prognosmodeller för att prognostisera ekonomin.

Det finns en fertil litteratur. Men åtminstone ur min synvinkel och från vårt institut, Konjunkturinstitutet, där vår modellenhet är sådan att vi ändå kontinuerligt måste simulera och bygga praktiska modellverktyg, är denna litteratur alltför tentativ och alltför mycket i ett initialskede för att kunna erbjuda några praktiska verktyg.

Vi sitter ändå med den praktiska utmaningen att beslutsfattarna måste fatta beslut. Regeringen måste lägga fram en budget och Riksbanken måste sätta räntan. Även om vi har en stor kris är det svårt för oss att snabbt ersätta våra befintliga verktyg med någonting helt annat och vi vill inte heller göra det.

Jag ser också en viss etisk dimension här i hur myndigheterna och regeringen bedriver ekonomisk politik. Det är klart att en modell med rationella förväntningar inte alls stämmer empiriskt. Dessa modeller utgår från extrema antaganden om alla individers rationalitet, dvs att alla agenter som bebor en ekonomisk modell också förstår hur modellen fungerar. Det är grundinsikten i en modell för rationella förväntningar. Om det antagandet inte håller ska man gärna ha någonting bättre. Men en regering i ett generellt demokratiskt uppbyggt, upplöst och bra styrt land som Sverige kan inte heller bygga sin ekonomiska politik på antagandet att en del av medborgarna inte kommer att förstå vad regeringen gör och vill och på det sättet utnyttja någons grupperna naivitet.

En utgångspunkt i ekonomisk politik har varit att man har försökt bedriva en ekonomisk politik som alla kan förstå och som går att förklara. Man utgår kanske lite naivt från att alla agenter är

rationella. Det finns även en etisk dimension där, tycker jag.

En annan, kanske lite mer generell keynesiansk slutsats, är att kriser kommer och går. Nästa kris kommer bara i en ny kostym. Det kanske är förgäves att tänka att man ska kunna lägga fram någon slutgiltig policyregim och ett slutgiltigt sätt att bedriva stabiliseringspolitik. Generellt skulle man väl efter denna kris rekommendera politiska beslutsfattare att ha kvar en solvent statsmakt med starka statsfinanser som kan vidta åtgärder när det oväntade inträffar.

Jag vill ansluta mig till alla dessa praktiska önskemål: Det vore välkommet om makroforskning och makroundervisning fick mer dignitet i universitetsundervisningen och forskningen. Ur min synvinkel är det numera nästan endast centralbanker som bedriver makroforskning. Alla som inte gör precis som centralbankerna hamnar nu på marginalen. Det har t o m vi på KI fått höra – när vi jobbar med våra lite pragmatiska och agnostiska modeller får vi ibland höra att vi inte är tillräckligt moderna i det avseendet.

Det är också klart att i synnerhet i Sverige, där det finns bra mikrodatamängder, är det en stor andel begåvade studenter som gör sin doktorsavhandling med mikrodatastudier. All ära till dem; de är intressanta. Men även makrostabilitetsfrågorna är ytterst relevanta. Sedan finns det nya öppningar, exempelvis en experimentell ekonomi. Ni som undervisar och handleder doktorsavhandlingar – förmedla gärna den enkla insikten att om man gör en någorlunda bra doktorsavhandling i makroekonomi får man jobb! Det råder brist på disputerade makroekonomer. Man får jobb antingen på Riksbanken, hos oss, på Finansdepartementet eller i någon privat bank. Det finns en stark arbetsmarknad för doktorander.

Anders Björklund

Tack, Juhana! Nu följer en snabb runda inom panelen.

Per Krusell

Det blir för mycket att kommentera allt, så jag väljer ut några saker. Eftersom jag har varit verksam i över 20 år på olika universitet i USA har jag förmånen att jämföra åtminstone det inomvetenskapliga mellan Sverige och USA. Jag har några kommentarer till det.

När det gäller idén om att ekonomisk historia kanske borde komma in, som Lars säger, är det intressant att notera att i USA är ekonomisk historia en del av nationalekonomin. Om man ska studera ekonomisk historia går man inte till en separat institution, utan man läser nationalekonomi. Sedan kanske man specialiserar sig efter ett tag. Där finns redan den bas som Lars efterlyste för ekonomhistoriker. Jag tycker att det är en intressant sak att tänka på.

Gabriel Urwitz

I USA är det *historical economics* och i Sverige är det historiker. Det är någonting helt annat. I USA är det nationalekonomer.

Per Krusell

Ja, det stämmer; det är nationalekonomer. De har lite annorlunda metoder, men dessa ligger närmare vår metod. Det är bara något att notera och tänka på.

Specialisering är en svår fråga. Lars tar upp den också. Som jag ser det har många utbildningar blivit längre – så även vår. Grundkurserna i nationalekonomi tycker jag ser ungefär likadana ut som de gjorde för länge sedan. Men när det gäller doktorandutbildningen är det rätt som Lars säger; den har blivit väldigt metodtät. Man läser metodkurser i två-tre år och man har helt enkelt inte tid att prata med Lars Calmfors eftersom det är för många kurser. Man kan tycka att det

är bra eller dåligt. Låt oss återigen jämföra med USA. Hur ser det ut där?

Det handlar mycket om specialisering. Om man ska hålla på med ekonomisk politik som ligger närmare verkligheten, som Lars till stor del gör, får man nästan inte plats på universiteten. Det finns stora forskningsinstitutioner för detta där man så småningom hamnar på heltid. Det finns alltså en stark specialisering inom nationalekonomin i USA. De rena forskarna sitter på toppuniversiteten och de som fokuserar på praktisk ekonomisk politik sitter på andra institutioner. Det är lite annorlunda!

Frågan är om vi i Sverige ska svänga om och bara bli användare. Ska vi kanske bara använda oss av den frontforskning som bedrivs i USA? Jag tycker inte det. Jag tycker att vi måste följa med på forskningsfronten för att förstå den. Detta är ett ämne som är i stark omvandling och som har varit det under en tid. Det är ett förhållandevis nytt ämne. Jag tror att vi måste hålla på med det här aktivt, även forskningsmässigt och i utbildningen av nya forskare, för att kunna hänga med. Om vi försöker se annorlunda ut tror jag att det kommer att gå utför för Sverige när det gäller inte bara vår nationalekonomiska forskning utan också vår förståelse för hur ekonomin fungerar.

Jag upplever problemet att det är svårt att rekrytera makrodoktorander; det håller jag med om helt och hållet. Jag säger till dem att det finns jobb. Men det är lättare att hålla på med andra saker nu än makroekonomi, som t ex beteendeforskning eller experiment, två inriktningar som drar många unga. Makro är i stället svårt och komplext. Jag försöker nyrekrytera varje år, men jag kan bara hålla med om att det finns stora skillnader mellan hur mycket som krävs metodmässigt inom olika delområden för att kunna nå forskningsfronten.

Flera här har hänvisat till de makroteorier som jag har tagit upp. Jag visste

att jag skulle få stå för dem lite mer än den genomsnittliga panelmedlemmen. När det gäller antagandet att ekonomin består av rationella agenter, med rationella förväntningar osv, så är det inte en inneboende egenhet som definierar modern makro, och många modeller i dag har faktiskt andra antaganden: teorierna har utvecklats. Problemet är dock att man inte haft något ordentligt alternativ till att anta att ekonomiska individer är rationella. Peter nämnde här att det finns mycket mer empirisk forskning nu. Det som kallas för *behavioural economics*, dvs beteendekonomi. Det handlar exakt om hur avstegen från rationaliteten ser ut, dvs det vi inte riktigt har vetat och fortfarande försöker lära oss mer om. Vi håller alltså på att bygga upp kunskap om detta nu och jag är övertygad om att denna kunskap kommer att få plats i det som kallas för modern makro. Det finns ingenting i modern makro som säger att det måste vara så rationellt och effektivt. Det är bara det att det på många sätt var mer naturligt att börja med antaganden som inom annan nationalekonomisk forskning är etablerade. Sammanfattningsvis vill jag alltså säga att denna typ av kritik mot modern makroteori egentligen bygger på missförstånd och därför är en aning missriktad.

Lars Calmfors

Jag vill bekräfta problemet att hitta makroekonomer. Finanspolitiska rådet har också letat efter makroekonomer som författare till underlagsrapporter, anställda och ledamöter, men haft stora svårigheter att rekrytera. Här finns alltså en brist. De få som blir utbildade i systemet är det en hård konkurrens om.

Jag håller med om att vi behöver specialisering. Men det är inte en fråga om noll eller ett, utan frågan är om vi kan förskjuta balansen lite. Självklart ska vi se detta som en diskussion för professionen i alla länder, inte specifikt i Sverige.

Beträffande diskussionen om modern makroteori har jag upplevt det som ett problem att när man ska bygga upp stringent baserad, mikrobaserad makroteori, så blir resultatet ofta så att man mycket exakt kan analysera det man egentligen vet är fel saker. Vad menar jag med det? När man modellerar arbetslöshet, modellerar man ofta det som att alla minskar sin arbetstid. Man kan analysera detta ytterst stringent och man kan använda etablerad välfärdsteori. Men vi vet alla att vi då har modellerat det hela fel.

Jag ska ta ett annat exempel: jobbskatteavdraget. När man har studerat dess effekter på sysselsättningen i både Sverige och andra länder, använder man mikroekonomiskt mycket väl underbyggd teori för arbetsutbudet. I empiriska studier försöker man att mycket exakt mäta utbudseffekterna vid given lön. Däremot tycker man att det blir för svårt att mäta vad effekterna blir om lönebildningen påverkas, trots att det kan antas vara mycket centralt i verkligheten. Man bör inte bara ta hänsyn till hur utbudskurvan förskjuts utan också till hur efterfrågekurvan ser ut. Dessutom har vi i verkligheten ofrivillig arbetslöshet som man inte heller brukar beakta i kalkylerna. Man mäter återigen mycket exakt vad vi vet är fel saker. Här finns helt klart stora problem att åtgärda inom det som Per kallar för modern makroteori.

Till sist tillbaka till frågan om den framtida penningpolitiska regimen: Jag var mer kortfattad än Assar på den här punkten, men min bedömning ligger mycket nära hans. Vi har under perioden med inflationsmål sett två världsomspännande mycket allvarliga finanskriser, nämligen när IT-bubblan sprack i början av 2000-talet, och då det hela klarades upp med ett nödrop, och det som har hänt nu.

Jag kan inte se annat än att man måste ha en bredare målformulering för

centralbankerna. Jag delar uppfattningen att centralbankerna bör ha ansvaret också för finansiell stabilitet. Det finns centralbanksekonomer som har samma uppfattning, men den vanliga åsikten brukar då vara att enbart regleringsinstrumenten, men inte räntepolitiken, ska användas för att uppnå finansiell stabilitet. Vi talar då om kapitaltäckningskrav, likviditetskvoter, belåningsgrad osv. Tanken är då att enbart dessa instrument ska inriktas på finansiell stabilitet, medan räntan precis som i dag ska användas för att påverka inflation och arbetslöshet.

Enligt min uppfattning är detta ett alldeles för enkelt synsätt. Jag tror inte att det går att göra en sådan distinktion. Det beror på de skäl som Peter var inne på, nämligen att när det sker finansiella innovationer, kommer det alltid att finnas betydande delar av det finansiella systemet som blir oreglerade. Reglerarna hinner helt enkelt inte med. I så fall tvingas också räntepolitiken att ta hänsyn till finansiell stabilitet.

Det finns nackdelar med en bredare målformulering. Det är svårt att identifiera vad som är överdriven kreditgivning och för höga tillgångspriser. Men man får inte vara för puristisk. Man får nöja sig med att försöka motverka stora svängningar. Netto borde det vara möjligt att på så sätt åstadkomma bättre makroekonomiska utfall än i dag.

Det finns ett annat viktigt problem. Det är att inflationsmålsregimerna som de ser ut idag har medgett delegering från det politiska systemet till oberoende centralbanker. Det går idag lätt att mäta hur bra en centralbank uppfyller sina mål. Det blir mycket svårare med en bredare målformulering. Det gör det svårare att utkräva ansvar. Jag ligger ändå nära Assars synpunkt att nuvarande system tycks ge svåra kriser med inte alltför långa mellanrum. Vi måste försöka hitta en mer stabil penningpolitisk regim. Jag

kan inte se något bra alternativ till detta, men jag vet inte exakt hur förändringarna bör utformas och det verkar tyvärr ingen annan heller veta just nu.

Peter Englund

Jag håller med om att det är ett svårt problem, men min syn är att man mycket väl kan ha kvar det övergripande inflationsmålet. Det är det som staten har delegerat till Riksbanken.

(Lars Calmfors: Visst, på mycket lång sikt.)

Riksbanken bör uppfylla det målet i ett långt perspektiv. Likaväl som att ta hänsyn till kapacitetsutnyttjandet skulle man kunna ta hänsyn till tillgångspriserna. När tillgångspriserna upplevs vara ur balans, det kan vara både uppåt eller nedåt, finns det skäl att tro att makroekonomin blir svårare och svårare att styra.

(Lars Calmfors: Men man kan inte ha ett inflationsmål på bara ett eller två års sikt, för då fungerar det uppenbarligen inte.)

Det bör man ha på lite längre sikt. Jag blir lite förvånad över att debatten har kommit att handla om problem med makroteorin. Apropå att dra lärdomar av finanskrisen har makron fungerat ungefär som vi trodde att den skulle göra om man har väldigt stora dramatiska störningar i kreditväsendet. Problemet är att vi inte har så lysande explicita modeller. Vare sig man är gammaldags keynesiansk och tror på någon sorts stabilitetsdoktriner eller är inspirerad av andra modeller kommer man till slutsatsen att får vi en så allvarlig finansiell kris och likviditetskris centralt i banksystemet är det inte så konstigt om det skulle få dramatiska effekter på makroekonomin.

Jag vill återkomma till att den stora

utmaningen är att förstå att isolerade finansiella kriser kan få sådana spridningseffekter. Då vill jag kommentera det Lars sade om bristerna i forskningen.

Det här är lite mittemellan finansiell ekonomi och makroteori. Jag tycker att det forskningsmässigt ligger inom finansiell ekonomi. Det handlar om samspelet mellan finansiella institutioner. Det är ett område som kanske inte lockar finansiella ekonomer i första hand. Finansiella ekonomer ser i allmänhet den privata sektorn, banker och finansmarknaden, som de grupper som man forskar för. Stabilitetsfrågor är någonting som makroekonomer intresserar sig för. Jag tycker att det är lite förvånande att det här har hamnat mellan stolarna och jag har ingen uppenbar lösning på det mer än att det är bra om vi talar med varandra.

Juhana Vartiainen

Jag har en kort reflexion om det som Lars inledde med. Om penningpolitikens mål skulle bli bredare blir det diffusare och mer diskretionärt och då blir det svårare ur demokratisk synvinkel att motivera att den politiken ska vara helt delegerad. Då skulle kanske många alerta medborgare önska att det var regeringen som skötte det hela.

En annan reflexion har jag om krisen. Det finns många intressanta böcker som härleder krisen i sista hand från dessa enorma kapitalflöden och obalanser mellan ekonomiska områden. Många utvecklingsekonomier drog på 1970-talet och 1980-talet slutsatsen från sina valutakriser att det försiktigaste är att ackumulera väldiga överskott. Med detta väldiga utbud av sparmedel var det kanske oundvikligt att den sista vågen av investeringar på ett eller annat sätt kommer att finnas på väg till osunda placeringar. Det är också ett intressant perspektiv på det, i och med att vi har en väldig globaliserings- och utvecklingsprocess i världsekonomin, så att inte ens

ett idealt regleringssystem kan hantera en sådan utveckling.

Assar Lindbeck

Peter Englund sade att det stora problemet är att förklara hur en liten tuva kan stjälpa ett stort lass, hur subprimelånen kunde få en sådan effekt. Det sammanhänger med att det inte bara var subprimelånen, utan hela världens finansiella institutioner hade haft enormt hög *leverage*. Det var en extrem skuldsättningsnivå i hela systemet. Detta sammanhänger inte bara med att banker och finansiella institutioner har en stor benägenhet att ta risk och att individer som fattar beslut tjänar mycket pengar på att ta risker. Men det var också viktiga styrfel och politikmisstag, först och främst subprimekrisen. Dessutom: den praktiskt taget tvingade banker och bolåneinstitut att låna till fattiga människor med argumentet att man inte får diskriminera mot inkomst.

Finansinspektionen i USA höjde leveragenivån på investmentbanker 2002. Tidigare kunde de låna ut 12 gånger det egna kapitalet, nu höjde man det till mellan 30 och 40 gånger. Europeiska banker har under senare år ofta en leverage på 30–40 gånger det egna kapitalet. Subprimechocken träffade ett system som var enormt överexponerat för risk. Det var inte bara så att säga giriga bankdirektörer, utan det var politiker som ville ta politiska poäng på att låna ut pengar till folk som inte kunde betala räntor och man gav sig för investmentbankernas lobbyverksamhet. Det var politikfelen och inte bara marknadsmisslyckanden.

Sedan förstår jag inte riktigt att delegeringen till Riksbanken ska bli så oerhört mycket annorlunda om man lägger till finansiell stabilitet till målen. Redan nu har Riksbanken till uppgift att upprätthålla inflationsmål och samtidigt ta hänsyn till kapacitetsutnyttjandet. Om man lägger till finansiell stabilitet får

man tänka på att kreditexpansionen, när den drivs fram, inte bara ska ta hänsyn till inflationsrisker utan även till assetpriserisker. Det blir en mycket mer komplicerad värld för centralbanken, men jag tycker inte att det är någon avgörande skillnad i möjligheterna att utkräva ansvar för vad de gör. De kommer att utkrävas ansvar för att de inte har stoppat bubbler. Det ansvaret kan man också utkräva.

Jag vill hålla med Per om att Sverige måste ligga på forskningsfronten själv. Vi kan inte tillgodogöra oss import av idéer utan att vi själva är med och förstår vad de innebär. Det är bara duktiga personer som kan importera, vidareutveckla idéer och anpassa för nationella förhållanden till sådant som händer i andra länder. Visst ska vi vara på forskningsfronten i största möjliga utsträckning.

Bo Lundgren

Jag frågar mig vad man önskar sig som avnämare av nationalekonomin. Det ena är att få stöd för hur man identifierar risker och förebygger kriser. Det andra är stöd i vad det är för åtgärder som ska vidtas när krisen kommer.

När det gäller det första var både nationalekonomer och andra medvetna om subprimerisken. Alla var medvetna om de brittiska problemen. Alla var medvetna om de irländska problemen och rimligen borde de ha varit medvetna också om de isländska problemen. Det fanns alltså en insikt, men ingen adde-rade, ingen såg komplexiteten, ingen såg storleksordningen. En frågeställning gäller bättre förutseende. Det handlar mycket om riskmodeller och motsvarande, skulle jag gissa. När man hör andra resonera kring sina modeller kan man förstå detta.

Det andra som jag tycker är oerhört viktigt med utgångspunkt i att vi får nya kriser, oavsett om centralbanker har ytterligare mål om finansiell stabi-

litet och motsvarande, är hur man ska hantera framtida kriser. Vi har kommit långt. Vi har inte globalt gjort misstagen från trettioalet. Vi har lärt oss en hel del om hur man kan hantera kriser. Men omfattningen av den här krisen blev större till följd av Lehmans konkurs. Utan Lehman skulle vi fortsatt ha haft en kris, men frågan är hur såväl den finansiella sektorn som den reala ekonomin då hade påverkats. Vi fick nu en total förtroendekollaps globalt. Det var då försäljningen började gå ned när det gäller personbilar, lastbilar och annat. Det är klart att Lehman var en hantlingsmiss.

Då frågar man sig hur man ska få stöd i forskningen – det finns i och för sig ideologiska doktriner som man kan ha synpunkter på i det här sammanhanget – för att kunna hantera framtida kriser.

Till sist: Jag är ganska ambivalent när det gäller att utvidga centralbanks-målet. Jag är visserligen kritisk till den svenska Riksbanken för tiden efter kron-fallet 1992. Jag menade då att den tillgångsprisdepreciering som vi hade och den depression som präglade ekonomin borde man ha tagit hänsyn till. Samtidigt tycker jag att man ska undersöka och fundera kring det som Lars Calmfors, Assar Lindbeck och andra tar upp. Man måste fundera på den demokratiska aspekten också. Hur mycket kan delegeras till en institution som ska vara formellt självständig? Om man börjar tala om regleringar är man på gränsen, t o m sätter sig över gränsen. Diskussionen är emellertid central och kanske den viktigaste att föra kommande år.

Karl Gustaf Scherman

Jag är numera pensionär; jag lämnade den här skolan för 45 år sedan.

Jag har en kort fråga som handlar om någonting som jag tycker svävar över den här diskussionen utan att vara uttalat och det är tron att vi har denna kris

bakom oss. Det finns ett alternativt synsätt, som nu diskuteras ganska mycket mellan ekonomiska politiker, och det är att vi fortfarande befinner oss i en mycket djup kris, där världsekonomin hålls i gång av sedelpressarna i de industrialiserade länderna och av enorma budgetunderskott. De som har hunnit läsa senaste veckans *The Economist* kan titta närmare på argumenten i det sammanhanget.

Med det synsättet ser man, i stället för det som jag tycker både indirekt och explicit har framförts här, att vi har haft en akut kris, det var den finansiella krisen, som har gått över i en makroekonomisk kris, som vi över huvud taget inte vet hur vi ska komma ur.

Därmed kommer jag fram till det Lars Calmfors sa, nämligen att "en sak som vi inte visste var på vilken plan som krisen skulle komma". Vad är det som säger att vi inte som nästa steg får se det som det talades om innan den finansiella krisen kom, nämligen en kollaps för dollarn och en enorm inflation?

Har ni nationalekonomer av facket riktigt funderat på om ni kanske för snabbt har börjat tala om "slutsatserna av krisen" i stället för att fundera på om ni inte borde komma med några rejäla varningar om vart det hela nu är på väg?

Nils Gottfries

Jag har ett svar på det Bo Lundgren sade. Jag tycker att man i efterhand kan se att det fanns en potential för en global uttagsanstormning i de högt skuldsatta kvasibankerna som inte hade insättarförsäkring och bankernas stora beroende av upplåning på marknaden. Men *när* en sådan global uttagsanstormning sker är det till sin natur omöjligt att förutsäga därför att det är, som Per Krusell sade, stokastiskt. Du har två jämvikter: en där alla tror att det ska gå bra och en annan där alla tror att det ska gå dåligt.

För det andra tror jag att makroekonomin mer är till nytta när det gäller att

hantera en kris än att förutsäga den. Det är inte så mycket vi kan förutsäga, ärligt sagt, i makron. Det är nästan ingenting.

För det tredje tycker jag att det vi ska lära oss är att det möjligtvis kommer ett nytt elände som vi inte kan förutse i dag. Därför är det bra att ha ett robust ekonomisk-politiskt styrsystem som gör att vi kan hantera framtida chocker oavsett om de är symmetriska eller asymmetriska.

Lars Calmfors

Det pågår mycket diskussion om hur den nuvarande situationen ska hanteras. Alla pratar om exitstrategier, men det är få som har en bra uppfattning om exakt hur de ska se ut. Visst måste man konstatera att det är ett jättestort problem att många länder gick in i krisen med svaga offentliga finanser. Man kanske inte hade så mycket alternativ till det man gjorde. Men många länder har nu ett mycket begränsat handlingsutrymme. De är tvungna att avveckla den expansiva finanspolitiken, vilket rimligen måste betyda att den expansiva penningpolitiken får ligga kvar lite längre.

Det som många diskuterar är om man trovärdigt kan besluta om åtstramningar längre fram. Då tänker man ofta på reglerna i pensionssystemet. Sverige ses ofta som ett bra exempel på hur man konstruerat ett pensionssystem där förmånerna automatiskt kommer att anpassa sig till de framtida demografiska utmaningarna. Samtidigt har vi sett att så fort det börjar svaja börjar man ändra i systemet. Det har kanske skett på goda grunder, men det skapar ändå en osäkerhet om framtiden.

Läget för Sverige är mycket bättre än för de flesta andra länder. Vi har så goda offentliga finanser att vi kan våga låta finanspolitiken vara expansiv längre. Vi kanske bör strama åt penningpolitiken tidigare än finanspolitiken. Det vi har att förhålla oss till är förmodligen främst

det som händer i världen som helhet. Trovärdighetsproblem för finanspolitiken i många länder kan leda till att de långa räntorna börjar stiga. Alternativt kan många andra länder tvingas strama åt sin finanspolitik inom en nära framtida, vilket återigen kan försvaga världskonjunkturen. I båda fallen kan det bli svåra återverkningar för oss. Jag har absolut inte synen att allt nu kommer att gå problemfritt uppåt, men jag diskuterade inte detta i min inledning av det enkla skälet att det är omöjligt att uttömmande behandla alla problem på tio minuter.

Lars Wohlin

En stor del av kreditmarknaden, ungefär hälften, gäller privatpersoners fastigheter. Mycket av problemen uppkom via finansiering av fastigheter. Vi har gått över till system som i t ex England och USA med en kort finansiering av långsiktiga tillgångspriser i fastigheter, bara sex och två månaders krediter. I tidigare system har det varit så att all fastighetsfinansiering skulle vara åtminstone fem-årig och ske i obligationsmarknaden. Det var en väldigt viktig regel och då var man tvungen att hålla den finansieringen på obligationsmarknaden.

Sedan gick man över till det anglosaxiska systemet att kortfinansiera långa investeringar. Jag tycker att det var ett systemskifte som skedde och det har varit en väldigt viktig del i krisen.

Jag tycker alltså att endera staten eller riksbankerna – jag vet inte var bollen ska ligga – borde gå över till att ha krav på långfristig finansiering av fastigheter och inte se det som en kortfinansiering. Då ska man kanske ha 80-procentig finansiering av fastighetens uppskattade värde. Belåning till över 80, upp till 100, procent är ju en vanlig konsumtionskredit och då går man till konsumtionskrediter vid fastighetsfinansiering. Det hade man strid om i EU-parlamentet.

Det är en fundamental förändring att gå över till konsumentkrediter i hela fastighetsmarknaden.

Olle Lindgren

Min fråga är riktad till ordföranden i Finanspolitiska rådet mot bakgrund av kvällens diskussion: Hur ser du på rimligheten av att utvidga Finanspolitiska rådets mandat till att också analysera och utvärdera penningpolitiken just i ljuset av det finansiella systemets inboende instabilitet och procyklicitet?

Lars Nabseth

Jag skulle kort vilja kommentera det Lars Calmfors sade om att man kanske behöver en kurs i nationalekonomi i undervisningen. Jag tycker att man mer skulle gå tillbaka till grunderna i nationalekonomin. Jag har ett utmärkt exempel på detta och det är Marshall, hans *Principles of Economics*. Där säger han mycket klart, när han utvecklar utbuds- och efterfrågekurvor som vi har i all undervisning, att det är på marginalen, den sista enheten, som man köper sig. Nu ser vi runt om i värderingarna att man tror att efterfrågekurvan är elastisk efter priset. Man värderar stora poster efter bara detta marginalpris på börsen. Det är så uppenbart att man gör detta i investmentbolagen. Ni kan läsa om hur mycket folk har tjänat bara på att kurserna har gått upp. Men det har de naturligtvis inte gjort. Det blir först när affären är gjord. Bertil Ohlin sade det mycket klart – jag är så gammal att jag minns 1950-talet då han undervisade – att ingen affär kan bedömas ge vinst eller förlust förrän den är avvecklad. Allt annat är konventioner. Det ligger väldigt mycket i det. Det är konventioner om man bedömer avskrivningar på anläggningar. Det är konventioner om man gör varulagervärderingar. Det är konventioner om man gör aktievärderingar.

Därför finns det väldigt mycket ar-

gument för att man i många fall ska ha försiktighetsprincipen i stället, dvs att man inte ska värdera som om det bara är en elastisk efterfrågekurva. Sedan får man bonusar och vinster på detta. Jag har sett i Nordbanken hur man värderade aktierna och sedan fick man bonusar på detta, jättestora poster. Jag menar att det inte är ett rimligt sätt. Hade man haft försiktigare värderingar hade man inte haft samma vinster vid uppgången 2006 och 2007, men man hade inte heller haft samma förluster under 2008 och 2009.

Assar Lindbeck

Det är en fråga som vi bara snuddat vid lite grann som också är viktig. En sak som hände under 1980- och 1990-talet var att man under många perioder hade erfarenhet att en diskretionär politik, alltså att regering och centralbank har rätt att göra vad de vill som är bäst för ögonblicket, är förknippad med stora problem. Det kan också leda till politiska konjunkturcykler. Mot den bakgrunden blir det vanligt att föreslå fastare spelregler. Då sade man inom EU att budgetunderskott inte ska vara mer än 3 procent av BNP. Statskulden får vara högst 60 procent. Det finns många andra exempel.

Problemet med detta är att man utformar sådana regler på basis av tidigare erfarenheter. Men man kan inte föreställa sig alla situationer som kan uppstå i framtiden. Pensionssystemet i Sverige är ett sådant exempel. Det var ingen som drömde om att man skulle behöva sänka pensionerna med 4 procent. Man trodde inte att man skulle hamna i en sådan situation. Man gjorde ett system som är finansiellt stabilt, men det verkar inte vara politiskt stabilt.

Detsamma gäller EUs regel om 3 procent. Så fort stora länder hamnar på exempelvis 4 procent ser vi att det inte blir några bestraffningar. Det ställer dessa regelsystem i en väldigt svår

dager därför att de egentligen förutsätter kolossala kunskaper hos dem som utformar regeln. Man ska veta vilka olika situationer som kan uppstå i framtiden, men det vet man inte. Det blir alltid det oväntade som händer. Det oväntade händer oftare än det väntade, därför att det oväntade kan hända på ett oändligt antal olika sätt; det väntade kan bara hända på ett sätt. Så det är osannolikt att det förväntade inträffar.

Lars Calmfors

Jag måste besvara den fråga jag fick om Finanspolitiska rådet. Det finns motsvarigheter utomlands och det finns en debatt om hur sådana råd ska konstrueras. Då har man i regel argumenterat för att det ska vara snävare uppdrag än vad vi har. Vårt uppdrag är inte bara att utvärdera finanspolitiken utan även sysselsättnings- och tillväxtpolitik. Det är svårt nog. Vi har mycket begränsade resurser.

Jag känner viss motvilja mot att inkludera penningpolitik och finansmarknadsregleringar i vårt uppdrag. Men jag håller helt med om att det finns ett stort behov av oberoende tänkande också där. Men ansvaret för det bör nog läggas någon annanstans. Problemet är att hitta tillräckligt många makroekonomer som kan analysera alla frågor som behövs.

Jag vill lägga till att den mest närliggande frågan för Finanspolitiska rådet, ifall det blir ett regimskifte, är om rådet över huvud taget kommer att få vara kvar.

En kort kommentar till frågan om delegering av penningpolitiken och ansvarsutkrävande av centralbanken. Det finns ett stort värde med en oberoende centralbank. Systemet har fungerat mycket väl på ett antal sätt jämfört med de troliga alternativen. Jag argumenterar inte för att man ska gå ifrån systemet med oberoende centralbanker. Men jag

ser det samtidigt som ett problem att när man ska utvärdera hur väl en centralbank har fungerat, så vill man helst göra det under direktionens nuvarande mandatperiod. Det blir svårare med en bredare målformulering som egentligen är liktydig med att inflation och konjunktur ska stabiliseras över en lång tidshorisont och inte bara på ett eller två års sikt. Det gör det mycket svårare att

vid en given tidpunkt bedöma hur väl en centralbank uppfyllt sina mål. Det är onekligen ett problem.

Anders Björklund

Det har varit en väldigt spännande debatt. Jag kan inte sammanfatta den med mer än att det är helt uppenbart att vi behöver fler makroekonomier.

Vi tackar alla medverkande.