

Makroekonomi och krisen: en personlig tolkning

AXEL LEIJONHUFVUD är professor emeritus vid UCLA och Trento universitet. Hans forskning kretsar kring makroteoris grundvalar med bl a applikationer i höginflationsländer. axel@ucla.edu

En modern ekonomi är inte globalt stabil. Teorier som antar att samhällsekonomin fungerar som ett stabilt allmänt jämviktssystem, bara då och då drabbat av störningar och imperfektioner, är i allmänhet inte hållbara. De destabiliserande processer som sådana teorier ignorerar är precis de som bör vara makroekonomernas särskilda uppgift att klargöra. Nu väntar väldiga utmaningar för den ekonomiska politiken för vilka vi inte har några tillförlitliga kvantitativa modeller som kan vägleda oss. USA och Europa rör sig mellan hotet av japansk stagnation eller latinamerikansk hög inflation. Om vi försäkrar oss om att undvika stagnation riskerar vi en svårkontrollerad inflation.

För drygt femtio år sedan, när jag började mina studier i nationalekonomi, fick vi studenter lära oss att marknadsekonomin inte skapar full sysselsättning, är benägen till oönskade svängningar, förstärkta av multiplikator- och acceleratoreffekter, samt är genomsyrad av marknadsmisslyckanden av alla de slag. Samtidigt fanns en tilltro till att en välvillig, kompetent och demokratisk stat kan stabilisera samhällsekonomin och se till att välfärdseffekterna av de flesta marknadsmisslyckanden blir relativt obetydliga.

Ett halvt sekel senare, i början av detta århundrade, fick ekonomistuderande i stället lära sig att representativa demokratier själva skapar onödiga fluktuationer i priser och produktion. Om de kan avhållas från sådant beteende, t ex av en oberoende centralbank, kommer fria marknader att ge full sysselsättning och, naturligtvis, därtill mycket annat positivt.

Så inom tidsramen för en generation har nationalekonomerna vandrat som en hjord från en världsbild till dess diametrala motsats, med en och annan efterslänrare kvar längs vägen. Vid den långa vandringens slut har de nu mötts av den otrevliga upptäckten att detta inte alls är det förlovade landet utan en hotfylld plats drabbad av en katastrof av ett slag och ett format som de dittills trott vara blott och bart ett otäckt minne. Fast den långa marschens ledare ännu är ståndaktiga, har de fått problem med ett växande antal följeslagare som känner att detta inte är den rätta platsen och vill vända tillbaka.

Denna långa omsvängning i vår ekonomiska världsåskådning är plågsam att begrunda (Leijonhufvud 2004). Den täcker ett halvsekel av mångfaldiga tekniska prestationer inom nationalekonomin. Vad historien visar är emellertid att ämnet nationalekonomi har drivit som ett redlost skepp på strömmar och vågor som vi själva skapat. Vi saknar en väl förankrad förståelse av den verklighet som nationalekonomin är avsedd att belysa.

Detta är en svensk version av inledningsanförandet vid DG ECFINs sjätte årliga forskningskonferens som hölls i Bryssel den 15–16 november 2009 (Leijonhufvud 2009a).

Översatt till svenska av Christina Jonung.

1. Neoklassiska synteser

Inom nationalekonomin finns en ständig spänning mellan å ena sidan mikroteori, vilken på ett bra och användbart sätt förklarar samspelet på enskilda marknader och mycket annat, och å andra sidan makroekonomi, av vilken vi kräver att den belyser den osynliga handens ibland dramatiska misslyckanden. Denna motsättning löstes i viss mån under 1950- och 1960-talen genom den gamla neoklassiska syntesen. Den antog att samhällsekonomin i stort fungerar som den framställs i allmän jämviktsteori med undantag för att lönerna inte reagerar vid ett överskottsutbud på arbetsmarknaden. Något satte med andra ord en käpp i hjulet som hindrade arbetsmarknadens anpassning. Som jag uttryckte det för många år sedan, den neoklassiska syntesen skapade ett slags "borgfred" mellan de neoklassiska teoretikerna och de keynesianska makroekonomerna, där de förra tilldelades den teoretiska äran och de senare inflytandet över den praktiska ekonomiska politiken.

Den slags keynesianism som var associerad med den neoklassiska syntesen stötte på problem under 1970-talets stagflationsår. Först förlorade den mot Milton Friedmans monetarism och sveptes senare helt åt sidan av den nyklassiska ekonomin enligt vilken alla marknader och alla intertemporala planer koordineras genom rationella förväntningar. De nyklassiska idéerna drev fram utvecklingen av de dynamiska stokastiska allmän jämviktmodellerna (DSGE-modellerna) vilka kan kalibreras med empiriska data. I den monetaristiska versionen av de nyklassiska modellerna beror arbetslösheten på kortvariga missuppfattningar av centralbankens åtgärder. Botemedlet blir därför att kräva att centralbanken följer en strikt norm eller regel.

Så småningom uppfattades denna Lucasversion av monetarismen som empiriskt osannolik. Den ersattes med teorin om reala konjunkturcykler. I denna har den monetära och finansiella utvecklingen ingen betydelse för att förklara konjunktursvängningar. Ändringar i arbetslösheten är endast optimala anpassningar till förändringar i den tekniska framstegstakten. Åtgärder ägnade att påverka arbetslösheten kommer då att få negativa effekter på välfärden. Enligt den nyklassiska policydoktrinen kan diskretionära finans- eller penningpolitiska åtgärder inte göra någon nytta utan endast ställa till med skada. Så långt som möjligt bör de ansvariga för den ekonomiska politiken därför förhindras att göra något alls. Penningpolitiken bör disciplineras genom att centralbanken åläggs att följa en tydlig penningpolitisk regel. Finanspolitikens möjligheter begränsas genom att centralbanken görs oberoende. Knappast en realistisk beskrivning av hur den ekonomiska politiken bedrivits de senaste två åren!

Det huvudsakliga motståndet mot den nyklassiska ekonomin har kommit från en ganska lös koalition av makroekonomer, vanligen kallade nykeynesianer. Eftersom de senare övervägande återfinns vid USAs kuster kallas de ofta "saltvattensekonomer". De nyklassiska "sötvattensekonomerna" finns vid universiteten i närheten av de stora sjöarna.

Nykeynesianerna lägger mindre vikt vid trögörliga löner än vad de gamla ekonomerna gjorde och har utvecklat en kompletterande analys som

betonar trögheter och imperfektioner i kapitalmarknaderna som ett resultat av asymmetrisk information. Nykeynesianernas brist på en generell ekonomisk teori och svårigheterna för anhängarna av reala konjunkturcykler att finna empiriska belägg för sin teori drev så småningom dessa två grupper i armarna på varandra, om än i en omfamning utan större värme. Nykeynesianerna omfattade analysramen för DSGE-modellerna medan nyklassikerna lånade ansatsen med trögheter och friktioner. I detta bräckta vatten uppstod den nya neoklassiska syntesen.

Den nya syntesens DSGE-teori av i dag är otroligt mer tekniskt sofistikerad än vad dess föregångare var för ett halvsekel sedan. Detta tycks dock inte ha gett några fördelar utöver den gamla vad gäller att förvarna inför dagens kris eller ge förslag om hur krisen bör lösas.

Jag kritiserade den gamla neoklassiska syntesen för fyrtio år sedan – med föga framgång. Jag tror att den nya neoklassiska syntesen också är på fel väg – av i grunden samma skäl. Dagens tekniskt avancerade DSGE-teori delar en grundläggande förutsättning med den enkla allmänna jämviktsteorin av femtiotalsårgång, nämligen att samhällsekonomin kan beskrivas som ett *stabilt* självreglerande system i vilket effektiva marknadskrafter alltid skapar en situation med allmän jämvikt med full sysselsättning, förutom när trögheter av det ena eller andra slaget bromsar den jämviktsskapande mekanismen.

Jag anser att detta makroteoretiska synsätt är i grunden felaktigt. Det vilar på en fundamental missuppfattning rörande marknadsekonomis egenskaper. Ytterligare tekniska innovationer inom ramen för matematiska modeller eller inom ekonometrin kommer inte att föra oss framåt så länge denna förutsättning fortsätter att råda.

2. Lite bakvattensekonomi

Även om “sötvattens-” och “saltvattens”-ekonomer är oense om mycket, och inte alltid samsas så alldeles trivsamt, ryms de båda otvetydigt i huvudfåran inom nationalekonomin. Några idéer vilka inte på länge varit del av denna är till hjälp för att förstå finansiella kriser och deras makroekonomiska konsekvenser. Keynes teori har kommit att betraktas som ett unket bakvatten, men den innehåller några insikter som tappades bort i den gamla neoklassiska syntesen. Formaliseringen av syntesen, primitiv som den var, förlamade keynesiansk ekonomi i ett tillstånd som inte tillät dessa idéer att absorberas.

Ett centralt element i Keynes teori gäller strukturen på de monetära transaktionerna i samhällsekonomin. ”Pengar köper varor och varor köper pengar men varor köper inte varor”, som Robert Clower brukade uttrycka det för många år sedan. Sparande är en efterfrågan på kontroll över framtida köpkraft, men det är inte en *effektiv efterfrågan* på framtida konsumtionsvaror. Utbudet på arbetskraft är en efterfrågan på lön i pengar men det är inte en *effektiv efterfrågan* på konsumtionsvaror. Produktionen och prisbesluten

på marknaden svarar bara på effektiva signaler. Dessa ”misslyckanden i effektiv efterfrågan” var själva kärnpunkten i Keynes förklaring till varför samhällsekonomin kan förbli i ett tillstånd av långvarig arbetslöshet.

Dessa gamla idéer från Keynes har naturligtvis inte varit relevanta under senare tid. Om nästan ingen sparar (eller om utlänningar sköter sparandet åt oss), finns det ingen anledning att oroa sig för om sparandet överstiger investeringarna. Och så länge de flesta håller sig inom kreditkortets begränsningar kommer det inte att finnas mycket av misslyckanden i effektiv efterfrågan på marknaden för konsumentvaror. Nationalekonomer hade inga skäl att ägna sig åt dessa frågor under de senaste decennierna av stabil ekonomisk utveckling. I kölvattnet av dagens globala finanskris finns emellertid all anledning att åter uppmärksamma dem.¹

3. Korridorhypotesen

Den mest markanta icke-neoklassiska egenskapen i Keynes teori är multiplikatorn. Den är ett exempel på en störningsförstärkande process som dåligt stämmer med de jämviktsskapande reaktioner på störningar som vanligen karaktäriserar marknadsmekanismerna. Under normala förhållanden bör vi emellertid inte vänta oss starka multiplikatoreffekter. Redan Modiglianis och Friedmans konsumtionsteorier – för femtio år sedan kända som de ”nya konsumtionsteorierna” – lärde oss att de faktorer som styr konsumtionen varierar mycket mindre än den löpande inkomsten. Enligt Friedmans permanenta inkomsthypotes har variationer i löpande inkomst bara relativt små effekter på konsumtionen. Den keynesianska multiplikatorn blir i motsvarande grad mindre. I normala fall är de misslyckanden i effektiv efterfrågan som står i centrum för Keynes förklaring av bestående arbetslöshet endast av marginell betydelse.

När (om någonsin) kan vi vänta oss att marknads jämviktsskapande krafter hålls tillbaka av att utbudet av arbetskraft inte i sig utgör en effektiv efterfrågan på konsumtion? Det måste vara när den arbetslösa arbetskraften är förhindrad att faktiskt efterfråga den konsumtion de önskar enligt den permanenta inkomsthypotesen. Detta skulle kunna ske när de är renons på likviditet, utan kreditmöjligheter och har slut på arbetslöshetsersättning. Det finns alltid några arbetslösa i denna situation, men det krävs en mycket lång period av ganska omfattande arbetslöshet innan ekonomin fastnar i en keynesiansk arbetslöshet av detta slag. Detta är inte hur ekonomin fungerar

¹ Det är av viss vikt att skilja teorin om misslyckanden i effektiv efterfrågan från allmän jämviktsteori som bygger på fasta priser. Den senare är en version av den gamla neoklassiska synesen som särskild omhuldats i Frankrike. Fast-prisjämviktsteori antar att det finns hinder av ett eller annat slag så att överskottsefterfrågan inte kan styra priserna till en allmän jämviktslösning. Teorin om misslyckanden i effektiv efterfrågan vidhåller att samhällsekonomin kan hamna i situationer där överskottsefterfrågan styr priserna i en riktning som inte leder till allmän jämvikt, åtminstone inte monotont. I de delar av ekonomin som karaktäriseras av misslyckanden i effektiv efterfrågan är flexibla priser inte nödvändigtvis till hjälp. Mycket flexibla priser kan t o m göra obotlig skada.

i normala fall. Det är emellertid en aspekt på hur man kan vänta sig att den fungerar i kölvattnet på en finansiell kris.

Tankar av detta slag fick mig för många år sedan att föreslå ”korridorhypotesen” enligt vilken samhällsekonominns självreglerande kapacitet är begränsad (Leijonhufvud 1973). Inom en ”korridor” runt en jämviktsbana fungerar marknadsekonominns traditionella anpassningsmekanismer så att de koordinerar de ekonomiska aktiviteterna. Längre ifrån jämvikt kommer emellertid misslyckanden i effektiv efterfrågan att försvaga systemets möjligheter att komma tillbaka till jämviktsbanan efter en störning. Utanför korridorens gränser kan marknadsekonomin förbli långt ifrån jämvikt under obestämd tid om den inte räddas av effektiva ekonomisk-politiska åtgärder. Som man kan gissa blev denna hypotes hjärtligt avskydd av såväl keynesianer som marknadsfundamentalister. Den är helt enkelt oattraktiv för personer med en ideologisk läggning.

Korridorhypotesen rörande den keynesianska multiplikatorn är tankeväckande, men jag måste erkänna att den inte är helt övertygande. Under den nuvarande krisen är vi mindre oroad av några gruppers oförmåga att konsumera än av majoritetens beslut att öka sitt sparande. Det finns emellertid andra slags misslyckanden i effektiv efterfrågan. Ett sådant uppvisar Japan. Sedan fastighetsbubblans och aktiemarknadens kollaps för nästan tjugo år sedan har Japan inte lyckats återfinna vägen till robust tillväxt.

I Japans fall var koordinationsproblemet att förväntad framtida avkastning på dagens investeringar inte utgör en effektiv efterfrågan på de resurser som krävs för investeringarna. Ännu en gång, ett sådant byte förmedlas via pengar. Men efter kraschen kunde japanska företag inte låna för att finansiera investeringar och årtal senare ville de fortfarande inte. Den främsta prioriteten för såväl banker som företag var nämligen att söka återställa sina urholkade balansräkningar. Det japanska fallet är mer likt den nuvarande krisen. Det är de dåliga balansräkningarna som gör den aktuella situationen så annorlunda mot en vanlig konjunkturedgång (Leijonhufvud 2009b).

Upptäckten av misslyckanden i effektiv efterfrågan utöver dem som finns i *General Theory* är emellertid inte det som gör korridorhypotesen trovärdig. Det är i stället det faktum att något liknande gäller *alla* komplexa system: deras kapacitet för självreglering är begränsad. Inom biologin gäller detta alla levande varelser. (När vi väl passerat osårbarhetens ålder, upptäcker vi alla att den mänskliga kroppen är ett specialfall av denna generella regel.) Det gäller de ekologiska systemen. Det gäller tekniska konstruktioner som autopiloter eller nätverk för kraftöverföring. Det är extremt osannolikt att detsamma inte skulle gälla ekonomiska system.

Den ekonomiska teorin för hur en ekonomi fungerar *inom* korridorens ram är naturligtvis ett viktigt ämne. Den måste exempelvis vara grunden för mycket av offentlig ekonomi. Allmän jämviktsteori kan mycket väl vara det för närvarande bästa sättet att studera frågor som utgår ifrån en normalt fungerande ekonomi. Det speciella ansvaret för en makroekonom är

däremot, enligt min mening, att förbättra vår förståelse av vad som sker i korridorrens gränsområden, hur man kan förhindra samhällsekonomin att hamna utanför och vad man bör göra om detta trots allt inträffar.

Denna uppfattning om ämnet makroekonomi har lett till att jag ägnat många år åt att studera erfarenheter av hög inflation (Heymann och Leijonhufvud 1995). Många aspekter av beteendet i situationer med extrem monetär instabilitet utgör allvarliga utmaningar för teorierna om effektiva marknader och makroekonomisk allmän jämvikt.² De många svårigheter som mötte de tidigare socialistländerna under övergången till marknads ekonomi är av stort intresse från samma utgångspunkt (Leijonhufvud och Craver 2001). De problem som står i centrum under episoder med extrem instabilitet har mycket att lära oss om vad som krävs för att en ekonomi ska fungera normalt. Eftersom normala villkor är de vi möter i vardagen och de vi vant oss vid, tar vi många av dess krav som så självklara att vi knappast är medvetna om hur viktiga de är.

4. Ett komplext dynamiskt system

Marknadsekonomin är ett stort komplext dynamiskt system som i hög grad är självreglerande. De självreglerande egenskaperna är den negativa återkoppling som vi (något undvikande) kallar för ”marknadsmekanismen”. Överskottsefterfrågan på en vara höjer priset vilket i sin tur sänker överskottsefterfrågan. Vinst leder till ökat utbud vilket sänker avkastningen osv. Den osynliga handen i verksamhet.

Korridorhypotesen hävdar att det finns områden där denna mekanism inte fungerar särskilt väl. För att använda ett populärt amerikanskt uttryck: ”you don’t want to go there.” Detta är emellertid en mycket ofullständig beskrivning av de dynamiska egenskaperna i en ekonomi med en utvecklad finansiell sektor. Inom ramen för begreppen störning-spridning kan vi formulera resonemanget på följande vis: om ekonomin befinner sig ganska nära jämvikt kommer marknadskrafterna att föra den tillbaka dit; om den är alldeles för långt bort, kommer de att vara otillräckliga eller t o m driva ekonomin bort från jämvikt. Detta synsätt möjliggör störningsprocesser som multiplikatorn eller den än farligare skuldeflationscykeln. Själva störningen behandlas emellertid som exogen. Det förbiser möjligheten av en instabilitet som genereras endogen, dvs inom marknadsekonomin.

Vi har känt till instabiliteten i banksystem, byggda på reservkvoter som är mindre än 100 procent, i minst 200 år. Det tog oss mer än 100 år att skaffa oss någorlunda kontroll över den. Banksystemets instabilitet ligger i kombinationen av hävstångseffekter och dåligt matchning i skulder och tillgångars förfallotid. Denna kombination beskriver också tillståndet i det finansiella system som helhet vilket har utvecklats under det senaste decenniet. Vi borde ha insett detta lite tidigare! Vi kan inte än en gång ge oss själva

² ”Alla de stora makroekonomiska teorierna har stress-testats i Argentina – och de blev alla underkända” brukade jag säga till mina kollegor för 20 år sedan. De större anomalierna under perioder med hög inflation sammanfattas i Leijonhufvud (1997).

100 år för att lära oss att kontrollera det system som nu har vuxit fram.

Hyman Minskys stora bidrag var att förklara att den endogena instabiliteten i ett finansiellt oregrerat kapitalistiskt system sträcker sig längre än till bankernas inlåning. Enligt Minsky leder långa perioder av stabilitet, under vilka förväntade risker aldrig realiserar, till att riskerna underskattas. Allteftersom det finansiella systemet anpassar sig till nya lägre riskbedömningar blir det allt bräckligare. Den långa period av stabilitet vi nu med saknad ser tillbaka på illustrerar Minskys teori på ett perfekt sätt.

Det krävs endast relativt små chocker för att få ett bräckligt system att falla sönder. I dagens kris var orsaken en växande andel betalningsinställelser på huslån i USA. Om alla subprime-huslån hade förfallit utan betalning skulle investerarnas förluster ha hamnat kring några hundra miljarder dollar.³ En rejäl summa visserligen, men vid det här laget har de amerikanska och europeiska regeringarna anslagit mer än 10 gånger denna summa i försöken att stabilisera sina ekonomier. Det är inte för att övervinna trögheter som de lagt ut hundratals billioner i stödåtgärder, lånegarantier och stimulanspaket. Detta har skett för att stoppa kollapsen av ett instabilt finansiellt korthus innan det drar ner oss alla i en ny 1930-talsdepression.

Det är dessa slags instabiliteter som saknas i de teorier som hör till de neoklassiska synteserna.

5. Tre systemproblem

Tre stora utmaningar kräver åtgärder om vi ska ha möjlighet att återvända till normala stabila förhållanden: 1) destabiliserande skuldsättning, 2) den ökade integrationen i det globala finansiella nätverket och 3) risken av en instabil prisnivå.

Destabiliserande skuldsättning

Kraftiga hävstångseffekter är den lätta vägen till hög avkastning – så länge allt går bra. När, som i ett system med endogena baspengar, det inte finns någon kvantitativ begränsning på inflödet av likviditet i systemet kan allt gå bra ganska länge. Underskattningen av riskerna lockar institutioner att söka högre hävstångseffekter. Också de som inser de växande riskerna har svårt att hoppa av tåget. De som inte deltar kommer att förlora.

När de flesta finansiella institutioner spelar detta spel, sjunker marginalavkastningen mellan de tillgångar de investerar i och de skuldebrev de ställer ut. Deltagarna kan anpassa sig till detta hot genom 1) att öka skuldsättningen ytterligare eller 2) välja mer riskfyllda tillgångar vilka kan ge högre avkastning eller 3) ge ut kortfristiga skuldebrev på vilka de betalar mindre. På så sätt "hamnade" den senaste konjunkturuppgången i en situation med historiskt hög belåningsgrad, historiskt låga riskpremier, omfattande tillgångar som snart skulle avslöjas som "förgiftade" och en del miljardpositioner finansierade på dagslånegårnaden (Leijonhufvud 2009c).

³ Utan att räkna vad långivarna kan ha fått tillbaka från att ha sålt utmätt egendom.

Med hög skuldsättning kan små förluster göra att man snabbt hamnar på obestånd. Omfattande förluster på dåliga lån kan exempelvis få interbankmarknaden att förlamas och skapa ett kraftigt tryck på bankerna att söka sig tillbaka på fast mark genom skuldneddragning. Banker kan minska sin skuldbörda genom att sälja tillgångar eller genom att utnyttja avkastningen på lån för att dra ner på skulderna i stället för att åter låna ut. När hela den finansiella sektorn samtidigt strävar efter att på detta sätt sänka sin överbelåning kommer fallande tillgångspriser att ytterligare försämra bankernas balansräkningar medan krympningen av utlåningen pressar ner den reala sektorn i en recession. Recessionen kommer i sin tur att undergräva kvaliteten på bankernas tillgångar än mer. Den enda vägen ur denna djupgående destabiliserande process är en omfattande statlig stödinsats med skattebetalarnas pengar.

Det är värt att notera att de påfrestningar som utlöses av den krävda skuldnedsättningen ger oss en bild av den roll som uppbyggnaden av skuldsättningen måste ha spelat under de föregående åren av uppgång. Processens två faser är naturligtvis inte symmetriska: som dynamiken i Per Baks berömda sandhög byggs skuldsättningen i ekonomin upp långsamt men kommer ner som en lavin.

Den globala finansiella integrationen

Det amerikanska sparbanksystemets kollaps för ett trettioårigt sedan var en kostsam affär. Men den var begränsad. Den spreds inte till hela den amerikanska finansiella sektorn, än mindre till resten av världen. Den nuvarande krisen startade också med bekymmer i det amerikanska bostadsfinanssystemet. Denna gång har de utvecklats till en störtvåg som sköljt över nästan hela världen.

Mycket av skulden har lagts på de ansvariga för den finansiella avregleringen och tillsynen för att de inte genomdrivit en större genomsynlighet på marknaderna för nya instrument och hållit tillbaka tillväxten av finansiella instrument som "credit default swaps" etc. Den mest genomgripande ändring som den finansiella avregleringen skapat är emellertid den kraftigt ökade integrationen inom det globala finansiella nätverket.

Det gamla regelsystemet i USA, baserat på Glass-Steagall lagstiftningen, delade upp finansindustrin i flera avgränsade branscher, var och en karaktäriserad av de tillgångar som institutionerna inom branschen kunde investera i och den typ av skuldebrev de kunde utfärda. Där fanns ingen direkt konkurrens över branschgränserna och mycket låg diversifiering av risk inom respektive bransch. I dag kan en finansiell institution konkurrera på i stort sett vilken marknad den önskar. De stora globala bankerna är verksamma på nästan alla marknader.

Det är denna strukturella förändring som har skapat ett finansiellt system som är så sammanknutet att en störning på ett område kan sprida sig över hela världen. Om en störning på ett ställe kommer att fortplanta sig destruktivt eller bara rinna ut i sanden beror på 1) den allmänna graden av skuldsätt-

ning i relation till eget kapital, 2) förekomsten av banker som är ”för stora för att falla” och 3) volymen och fördelningen av dåliga tillgångar i systemet.

För tre år sedan kunde centralbankschefer gratulera varandra till en hög grad av självständighet, till prisstabilitet som enda uppgift och till att kunna klara detta mål med ändringar i styrräntan. Kommer de ens ihåg dessa fridfulla dagar? Sedan dess har centralbanker fått uppträda som sista handens långgivare – inte bara till affärsbanker utan till alla sorters finansiella institutioner. De har engagerat sig på många olika marknader för att ”tina upp” dem och köpt tillgångar av en kvalitet som skulle ha gett tidigare centralbankschefer de hemskaste mardrömmar. Kort sagt, varken centralbankerna, eller vi, vet längre exakt vart gränserna går för centralbankens ansvar.

Allt detta förklaras av den ökade sammankopplingen och det ökade beroendet inom det nya globala finansiella systemet. Centralbankerna kan inte längre begränsa sin uppmärksamhet till en väl avgränsad kärna av gammaldags affärsbanker. De måste ta hänsyn till hela det komplexa sammankopplade finansiella systemet.

Prisnivåns stabilitet?

Det tredje problemet är det mest försåtliga av de tre eftersom tillfredställelsen med att inflationen är under kontroll är allmänt utbredd. Jag har tidigare hävdad att inflationsmålet felaktigt invaggade Federal Reserve i tron att dess räntepolitik från 2002 och framåt var rätt utformad eftersom inflationen förblev låg och konstant (Leijonhufvud 2007). Räntepolitiken är mer komplicerad än vi trodde.

Där finns emellertid ett djupare problem. Enligt Wicksells recept för att stabilisera prisnivån i ett renodlat kreditsystem vet centralbanken att räntan är för hög eller för låg när prisnivån är fallande respektive stigande. Snabbheten i processen säger Wicksell däremot ingenting om. (Receptet ger tecknet för, men inte värdet på derivatan på prisnivåförändringen). Detta spelar ingen roll om man befinner sig i en period med stabilitet, men om vi hamnar i en period med inflation och rörliga inflationsförväntningar kommer receptet inte att fungera.

När sambandet mellan nominell nationalinkomst och olika mått på penningmängden blev instabilt under 1980-talet dog den ursprungliga friedmanska monetarismen. När personer som Ottmar Issing hävdade att man trots allt ändå borde uppmärksamma vad som hände med penningmängden avfärdades detta med förakt av teoretiker inspirerade av wicksellska idéer. Enligt min mening hade Issing rätt. Att tro att man alltid kan kontrollera priset i en samhällsekonomi där penningmängden får variera endogent är en farlig illusion.

6. Utmaningar för den ekonomiska politiken

Vi ska vara tacksamma för att raset ner i allvarig depression har stannat av. Nu väntar dock väldiga utmaningar för den ekonomiska politiken för vilka

vi, enligt min mening, inte har några tillförlitliga kvantitativa modeller som kan vägleda oss. Vi har kastats tillbaka i en värld där, som Ralph Hawtrey uttryckte det, centralbankspolitik är en konst.

USA och Europa rör sig mellan hotet av japansk stagnation eller latinamerikansk hög inflation. Just nu visar alla indikatorer på stagnation som det mest sannolika utfallet. Men med den långsiktiga balansen i de offentliga finanserna allt annat än säkerställd har sundet mellan Skylla och Karybdis blivit allt trängre att navigera. Om vi försäkrar oss om att undvika stagnation så riskerar vi en svårkontrollerad inflation.

En oerhört viktig realitet måste bli rättesnöre för stabiliseringspolitiken och finansiella reformer. *Vi har inte råd med ytterligare en bubbla som spricker.* De senaste stimulanspaketet och räddningsaktionerna har inte bara lagts till redan existerande budgetunderskott och stora statsskulder utan till stora ofinansierade betalningsförpliktelser för den offentliga sektorn. Vi har inte de resurser som behövs för att hantera ännu ett krisläge. Från och med nu måste vi gå så långt vi kan i riktning mot idiotsäkra strategier.

Jag är orolig för att de mycket låga räntor som centralbankerna håller i dag inte utgör en sådan idiotsäker väg ur eländet. Krisen har varit en soliditetskris, inte en likviditetskris. Även om frikostig kreditgivning till låga räntor motverkar en soliditetskris, är den av begränsat värde. Låga räntor efter it-kraschen skickade ut alla finansiella institutioner på jakt efter högre avkastning. De fann denna genom att omvandla tillgångar med kort löptid till sådana med längre löptid vid en allt högre skuldsättningsgrad. De spelare som överlevt är nu tillbaka vid spelborden, denna gång säkrare än någonsin på att de inte kommer att tillåtas förlora. Vi måste fråga oss om marknadens nuvarande återhämtning kan vara ett symptom på att samma beteendemönster som gav oss krisen håller på att upprepas.⁴

Stora hävstångseffekter har varit en stor bov i dagen krisdrama. Skuldsättningen har stigit i samhällsekonomin under ganska lång tid. Skulderna i förhållande till BNP har stadigt ökat. Nu närmast oroas vi emellertid av banker och andra finansiella institutioner som har arbetat med en skuldsättningsgrad utan motstycke. För att kunna minska risken för en ny kris är det absolut nödvändigt att denna skuldsättningsgrad begränsas. Vi befinner oss emellertid i ett dilemma som inte har någon enkel lösning. Regeringar har så långt som möjligt undvikit att skaffa sig kontrollposter i de stora bankerna. I och med detta val vill de inte att bankerna ska minska sin skuldsättning just nu. De fallande tillgångspriser och den minskade kreditgivning som detta skulle innebära kan förvärra konjunkturnedgången ytterligare. De överlevande bankerna själva tycks bara vara glada att kunna spela högt som tidigare, säkra i sin status som systemviktiga och ”för stora för att falla”. De kan inte heller locka privat kapital för att sänka skuldsättningen, eftersom detta av sig själv skulle minska avkastningen på deras kapital.

Centralbankerna försäkrar oss att de planerar sina exit-strategier, avsedda att sanera balansräkningarna till något så när normalt tillstånd samti-

⁴ Andra har luftat samma oro, se t ex Münchau (2009) eller Tett (2009).

dig som inflationen hålls under kontroll. Vi hoppas alla på det bästa. Även om de lyckas kommer de dock att befinna sig i en situation där gränsen för deras ansvar som långgivare i sista hand helt och hållet har suddats ut. När en ny kris dyker upp finner sig de penningpolitiska myndigheterna åter tvungna att stötta kreditmarknaden med räddningsaktioner och lån till alla sorters finansiella företag. Att återfinna en finansiell struktur där centralbankens ansvar är begränsat och tydligt definierat kommer inte att bli en lätt uppgift.

Jag skulle vilja se ett finansiellt system uppdelat i två delar. Den ena delen skulle vara det reglerade banksystemet med tillgång till centralbanken som sistahandslånggivare. Den andra skulle vara en lättare reglerad sektor, lämnad till sin egen flytförmåga. Den reglerade sektorn skulle i huvudsak vara avgränsad från den mer riskfyllda. Dagens stora banker överskrider redan gränsen mellan dessa båda sektorer så de skulle bli tvingade att avhända sig vissa verksamhetsgrenar. Uppdelningen ger emellertid upphov till gränsproblem.⁵ Avkastningen kommer att skilja sig åt mellan sektorerna vilket ytterligare försvårar upprätthållandet av någon gränsdragning. Jag ser ännu ingen klar lösning på dessa problem.

Slutligen, stabiliseringen av prisnivån kräver att vi återinför ett nominellt ankare i någon form. Själv föredrar jag att återinföra reservkvoter för alla likvida förpliktelser hos bankerna liksom att även införa dem för alla andra finansiella institutioner som har liknande åtaganden.

Vi har onekligen en överväldigande agenda framför oss!

7. Slutsatser

Det centrala argumentet i min diskussion är enkelt. En modern ekonomi är inte globalt stabil. Teorier som antar att samhällsekonomin fungerar som ett stabilt allmänt jämviktssystem, bara då och då drabbat av störningar och imperfektioner, är i allmänhet inte hållbara. De destabiliserande processer som sådana teorier ignorerar är precis de som det bör vara makroekonominas särskilda uppgift att klargöra.

REFERENSER

Brunnermeier, M A Crockett och C Goodhart (2009), *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy 11, International Center for Monetary and Banking Studies.

Goodhart, C (2009), "Banks and the Public Sector Authorities", DG ECFIN's 6th Annual Research Conference, http://ec.europa.eu/economy_finance/events/event13393_en.htm.

Heymann, D and A Leijonhufvud (1995),

High Inflation, Oxford University Press, Oxford.

Leijonhufvud, A (1973), "Effective Demand Failures", *Swedish Economic Journal*, vol 75, s 27-48 (även utgiven i Leijonhufvud, A (1981), *Information and Coordination*, Oxford University Press, Oxford).

Leijonhufvud, A (1997), "Macroeconomics and Complexity: Inflation Theory", i Arthur, W B, S N Durlauf och D A Lane (red), *The Economy as an Evolving Complex System II*,

⁵ Detta problem betonades även av Charles Goodhart (2009) vid DG ECFINs konferens. Se även Brunnermeier m fl (2009).

Addison-Wesley and the Santa Fe Institute, New York.

Leijonhufvud, A (2004), "The Long Swings in Economic Understanding", i Velupillai, K V (red), *Macroeconomic Theory and Economic Policy: Essays in Honour of Jean-Paul Fitoussi*, Routledge, London.

Leijonhufvud, A (2007), "The Perils of Inflation Targeting", *VoxEU.org*, juni 2007.

Leijonhufvud, A (2009a), "Macroeconomics and the Crisis: A Personal Appraisal", Opening Lecture at the 6th Annual Research Conference of the Economic and Financial Affairs Directorate of the European Commission in Brussels, 15-16 oktober, 2009, *CEPR Policy Insight* 41, november 2009.

Leijonhufvud, A (2009b), "No Ordinary Recession", *VoxEU.org*, januari 2009.

Leijonhufvud, A (2009c), "Curbing Instability: Policy and Regulation", *CEPR Policy Insight* 36, juli 2009, s 3.

Leijonhufvud A och E Craver (2001), "Reform and the Fate of Russia", *Observatoire Français des Conjonctures Economiques (OFCE)*, *Document de Travail* 2001-03, maj 2001.

Münchau, W (2009), "Why Minsky was Right: The Next Bubble is already under Way", *Financial Times*, 20 oktober 2009.

Tett, G (2009), "Rally Fuelled by Cheap Money Brings a Sense of Foreboding", *Financial Times*, 22 oktober 2009.