

# Penningteori och penningpolitik

Penningpolitikens teori och empiri har utvecklats mycket snabbt under de senaste femton åren. Huvudtesen i denna artikel är att svensk penningpolitik har förblivit egendomligt opåverkad av dessa framsteg inom forskningen och i dag framstår som primitiv och föråldrad. Framställningen är översiktlig och koncentreras till de principiellt viktiga frågorna. Endast de delar av penningteorin som har direkt relevans för penningpolitiken har här behandlats.<sup>1</sup> Av utrymmesskäl har även utvecklingen av penningteorin för en öppen ekonomi i stort sett förbigåtts, trots dess uppenbara betydelse för vissa här diskuterade problem.

## 1940- och 1950-talets teori

Under 1940-talet hade den Keynesianska teorin hunnit slå igenom ordentligt och den monetära delen av denna teoribyggnad hade ofta hamnat i det ytterlighetsfall som kännetecknas av penningpolitikens maktlöshet. Å ena sidan antogs att centralbanken inte kunde pressa ned räntenivån tillräckligt lågt, därför att allmänhetens efterfrågan på pengar var fullständigt ränte-elastisk vid låga räntor vilket betyder att hur mycket man än

ökar penningutbudet skulle allmänheten villigt hålla ökade kassor utan att försöka öka sin efterfrågan på varor eller värdepapper. Å andra sidan, även om man skulle kunna påverka ränteläget, hade detta inte någon större betydelse, därför att konsumtionsefterfrågan ansågs helt opåverkad av ränteändringar och de privata investeringarna antogs vara mycket ränteokänsliga. Tillsammans ledde dessa argument till slutsatsen att penningpolitiken var nästan helt oanvändbar för att i en lågkonjunktur stimulera den ekonomiska aktiviteten och öka sysselsättningen.

Det är egentligen ganska märkligt hur detta specialfall kom att dominera synen på penningpolitiken. Denna stoppades i malpåsen och istället lyftes finanspolitiken fram som allena saliggörande. En tänkbar förklaring till denna kraftiga omsvängning jämfört med tiden före 1930-talet är förmodligen att vetenskapliga revolutioner, likaväl som andra revolutioner, har en tendens att svartmåla allt hos "l'ancien régime". Den gamla kvantitetsteorin som dominerat tänkandet på detta område i 100—150 år före Keynes hade ju satt penningmängden i centrum. När sedan Keynes påvisat att penningmängden inte nödvändigtvis hade denna centrala roll svängde pendeln över åt andra sidan. Det bör tilläggas att Keynes själv inte intog en fullständigt negativ inställning till penningpolitikens möjligheter. Det var huvudsakligen hans epigoner som bidrog till denna syn.

<sup>1</sup> Exempel på områden som ej diskuteras är pengar i tillväxtmodeller, teorin för den optimala penningmängden, teorin för existensen av pengar, pengar i ojämviktsanalys samt Leijonhufvuds djuplodande och originella analys av Keynes "General Theory" [Leijonhufvud 1968].

*JOHAN MYHRMAN är fil lic och forskare vid Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet. Hans vetenskapliga verksamhet är framför allt inriktad på penningteori, makroteori och internationella betalningsproblem.*

## Availabilityteorier

Mellankrigstiden hade präglats av depressioner och hög arbetslöshet varför problemet framför allt hade varit hur man skulle kunna öka den totala efterfrågan. För den första efterkrigstiden väntades en ny depression sätta in. Verkligheten blev emellertid en annan. Efterkrigstiden har helt karakteriserats av den krypande inflationens problem. Det dröjde dock in på 1950-talet innan detta började stå klart. Nu gällde det därför frågan om penningpolitikens möjligheter att hålla tillbaka eller minska den totala efterfrågan i samhället. Enligt den Keynesianska teorin syntes möjligheterna här till inte heller vara särskilt goda eftersom de privata investeringarna antogs vara mer eller mindre oberoende av räntenivån.

Omkring mitten av 1950-talet hade emellertid en ny teoribildning börjat framträda; den s k *availabilityteorin*, som framhåller betydelsen av variationer i *tillgången* på kredit. Det finns flera olika varianter av denna teori men alla accepterar i stort sett det Keynesianska antagandet att ränteförändringar har obetydliga effekter på varuefterfrågan. Istället framförde man argumentet att ränteförändringar och andra penningpolitiska åtgärder påverkar kreditinstitutens villighet och möjlighet att ge krediter. Detta antogs sedan inte så mycket leda till ränteförändringar som till förändringar i graden av kreditransonering, i *tillgången* (availability) på kredit. Slutligen antogs att förändringar i kreditvolymen påverkade de privata investeringarnas storlek.

Nya teorier har vanligen den egenskapen att de drar fram någon ny eller tidigare undanskymd bit av verkligheten, vilket berikar vår förståelse av omvärlden. Availabilityteorierna drog fram kreditinstituten och deras beteende som en viktig länk i den kedja som binder ihop en förändring av en penningpolitisk parameter med den slutliga effekten på totala efterfrågan. Som så ofta är fallet kom även availabilityteorin, eller snarare användningen av den, att glida långt ut i sin egen ytterlighet. När intresset alltmer koncentrerades på kreditvolym och kreditransonering kom sådana storheter som

ränta och, i ännu större utsträckning, penningmängd att glömmas bort.

Läget vid slutet av 1950-talet var således att man fortfarande hade den Keynesianska uppfattningen att penningpolitikens effekter gick via de privata investeringarna, men att istället för räntans effekt på kostnaden för att investera betonades sambandet kreditvolym—investeringvolym.

Det mest drastiska uttrycket för denna inställning framkom i England i och med publiceringen av den s k Radcliffe-rapporten år 1959 [Report 1959]. I denna hävdades att penningmängden inte hade någon betydelse, utan att man ens försökt mäta den! Penningens omloppshastighet ansågs vara oändligt variabel, varför ingen penningpolitisk åtgärning, hur hård den än var, skulle kunna få någon effekt på den totala efterfrågan. (Det enda som skulle kunna få en effekt enligt Radcliffe var drastiska kreditransoneringar.)

## Portföljteori

Availabilityteorin hade fört in kreditinstitut och andra slag av finansiella tillgångar än pengar och obligationer i diskussionen om penningpolitikens effekter. Det hade emellertid skett på ett ganska osystematiskt och teoretiskt mindre tillfredsställande sätt. En av de väsentligaste utvecklingslinjerna under 1960-talet blev emellertid just skapandet av en generell teori för finansiella tillgångar och skulder. Under ledning av professor James Tobin vid Yale University utarbetades en mycket elegant teori för val av finansiell portföljsammansättning. I denna teori betonas att varje finansiell tillgång karakteriseras av kombinationen risk och avkastning och att flertalet tillgångar är relativt goda substitut för varandra [Tobin 1969].

Tobins och hans medhjälparens arbete har lagt grunden för en bättre förståelse av penningpolitikens verkningar via ett helt spektrum av finansiella tillgångar och skulder. Till skillnad från den Keynesianska teorin som egentligen bara hade två finansiella tillgångar i sin analys, pengar och obligationer, framhåller Tobin kreditsystemets elasticitet, de stora substitutionsmöjligheterna. Man kan en-

ligt honom inte bedöma penningpolitikens effekter genom att se på en enda ränta eller en enda kreditström. Det finns ett oändligt antal små hål genom vilka krediter kan strömma och man fångar inte vad som sker genom att betrakta ett av hålen. Ännu mindre stoppar man den totala kreditgivningen i ett land genom att stoppa någon enstaka kreditkälla. Om man håller vatten i en sil kan man inte hindra det från att rinna igenom genom att täppa till några av hålen. Ja, det fordras faktiskt till och med att *varje* hål täpps igen!

## Den nya kvantitetsteorin

Den traditionella kvantitetsteorin utgick ifrån att betalningsvanorna i samhället var strikt fixerade eller, vilket betyder detsamma, att pengarnas omloppshastighet var konstant. Om nu detta är sant betyder en viss given penningmängd att nivån på den nominella nationalinkomsten är given. Vidare antogs att full sysselsättning automatiskt skulle uppnås, varvid den reala produktionen var given vid full sysselsättningsnivå. Följaktligen kom förändringar i penningmängden endast att påverka prisnivån.

Samma sak kan också framställas som att ett utbudsöverskott på pengar alltid vänds mot varumarknaden, där utbudet av varor är givet, varför följderna blir prisstegringar.

Den Keynesianska teorin antog istället att ett utbudsöverskott på pengar alltid vänds mot obligationsmarknaden. Därvid påverkas eventuellt obligationskursen och räntan, vilket i sin tur möjligtvis ändrar investeringsefterfrågan.

Vi har redan sett hur Tobin lyckades föra teorin för penningpolitiken avsevärt framåt. Samtidigt med detta utarbetades en något annorlunda utvecklingslinje i Chicago i USA. Redan 1956 hade en programförklaring för en ny riktning sett dagens ljus med publiceringen av boken "Studies in the Quantity Theory of Money" [1956] av Milton Friedman och hans lärjungar. Friedman valde alltså att lansera sina nya tankegångar som en "ny" kvantitetsteori och detta gjorde det sannernigen inte lätt för honom i början. För en värld som i tjugoo års tid vant sig vid att betrakta kvantitetsteorin

med något av löjets skimmer var det svårt att ta detta på allvar. Den gamla kvantitetsteorin hade framfört allt kritiserats för två saker: antagandena om konstant omloppshastighet och om full sysselsättning. Friedman kringgick dessa problem genom att omformulera kvantitetsteorin till en efterfrågefunktion på pengar där denna efterfrågan antogs vara en stabil funktion av ett fåtal variabler. Vidare antogs teorin vara en förklaring av den nominella nationalinkomsten utan att skilja på effekten på priser och realproduktion.

Är då verkligen efterfrågan på pengar en stabil funktion av ett fåtal variabler? Tio års intensiva studier av efterfrågan på pengar i USA har gett vid handen att real efterfrågan på pengar är en stabil funktion av ränta och nationalinkomst och ett växande antal studier från andra länder tyder på att detta inte endast är karakteristiskt för USA.

Nästa steg var att undersöka det ofta framförda argumentet mot kvantitetsteorin att teorin var irrelevant därför att utbudet av pengar reagerar passivt på alla förändringar i efterfrågan på pengar. Detta är den så kallade "real-bills doctrine" som formulerades redan på 1700-talet och som på 1800-talet gick under namnet "the Banking School", men som sedan dykt upp i många olika sammanhang i olika förklädnader. Hypotesen, som teoretiskt är fullt möjlig, vederlades dock i och med publiceringen av det monumentala arbetet av Friedman och Schwarz [1963] om USAs monetära historia och Cagans [1965] genomgång av utbudet av pengar i USA. Båda dessa verk fann utbudet av pengar vara bestämt oberoende av efterfrågan samt att utbudsförändringar hade stor betydelse för många av de viktigare ekonomiska händelserna i USAs historia.

1929 års stora depression i USA hade länge använts som ett tydligt exempel på penningpolitikens hjälplöshet. Friedman och Schwarz kunde emellertid i sin grundliga studie av USAs monetära historia visa att penningpolitiken inte alls var verkningslös. Genom oförstånd hade den tvärtom bidragit till att krisen ytterligare förvärrades.

## Penningpolitik och finanspolitik

En följd av nedvärderandet av penningpolitiken under efterkrigstidens första decennier var att finanspolitiken i motsvarande utsträckning sköts i förgrunden. Finanspolitiken blev det instrument som skulle kunna överta hela ansvaret för stabiliseringspolitiken. Efter den första vågen av optimism har dock en viss skepticism börjat breda ut sig med avseende på de politiska och institutionella möjligheterna att använda finanspolitiken på ett önskvärt kontracykliskt sätt [Matthiessen 1973].

Är det då ändå inte allmänt accepterat att finanspolitiken i princip är ett kraftfullt stabiliseringspolitiskt instrument? Friedman förnekar detta och hävdar att finanspolitiken har sin styrka när det gäller ingrepp i resursallokering och inkomstfördelning, men att den inte har någon nämnvärd effekt på den totala efterfrågan. Hur är detta möjligt? Problemetets lösning finns i Friedmans definition av finanspolitik. Enligt Friedman är finanspolitik alla åtgärder i statens budget som inte förändrar penningmängden. Denna definition är egentligen ganska naturlig om man önskar jämföra penningpolitik med finanspolitik. Frågan blir då om en statlig utgiftsökning, som finansieras genom höjda skatter eller ökad statlig upplåning får någon nettoeffekt på den totala efterfrågan. Svaret är inte längre så enkelt. Alla kan förmodligen enas om att en statlig utgiftsökning som finansieras via sedelpressarna (upplåning i riksbanken = ökad penningmängd) ökar den totala efterfrågan. Frågan är emellertid om detta är finanspolitik, penningpolitik eller bådadera. Slutsatsen av denna diskussion synes mig ganska naturlig. Det är inte möjligt att diskutera eller mäta effekten av finanspolitiska åtgärder utan att precisera på vilket sätt de finansieras.

### Penningpolitikens verkningssätt

Det fanns en ofullkomlighet i Friedmans teoribyggnad (dock inget logiskt fel) som hans motståndare inte var sena att ständigt återkomma till. Han hade nämligen aldrig preciserat hur själva anpassningsmekanismen fungerade i hans modell,

dvs hur effekterna av en penningpolitisk åtgärd fortplantade sig genom ekonomin tills den totala efterfrågan påverkades. Friedman angrep slutligen detta problem i två artiklar i *Journal of Political Economy* [Friedman 1970 och 1971]. Resultatet var dock ej särskilt lyckat och man kan säga att ledarskapet bland monetaristerna nu har glidit över till forskarparet Karl Brunner och Allan H. Meltzer. Dessa två har tillsammans formulerat en modell för samhällsekonomin som är teoretiskt mycket väl genomarbetad. Här skall endast en aspekt av modellen nämnas, nämligen anpassningsmekanismen.

Som nämdes ovan har en penningmängdsökning i den Keynesianska teorin en direkt effekt endast på obligationsmarknaden. Kvantitetsteorin i sin äldre version hade en direkt effekt endast på varumarknaden. Enligt Brunner och Meltzer [1972] kommer en ökad penningmängd att medföra ökad efterfrågan på alla förmögenhetsobjekt, på aktier, obligationer, växlar, varaktiga konsumtionsvaror osv, varför priserna eller kurserna på alla dessa tillgångar stiger. När alla dessa priser har stigit har också relativpriset mellan existerande kapitalföremål och nyproduktion av kapitalföremål ändrats, varför efterfrågan på nyproduktion ökar, vilket innebär en ökad total efterfrågan i samhället. Denna anpassningsmekanism bygger på ett pristeoretiskt betraktelsesätt och avvisar den Keynesianska mekanismen där endast ett pris, obligationsräntan, medverkar i anpassningen och endast en kvantitet, privata investeringar, påverkas. Enligt detta synsätt blir det svårt att direkt mäta penningpolitikens effekter, då man ju i princip skulle behöva mäta effekten för varje särskild typ av kapitaltillgång. Samma slags svårighet återkommer i Tobins teori nämligen att mäta effekten på utbudspriset på kapital (the supply price of capital) för varje kapitalföremål.

På grund av dessa mätproblem och på grund av den allmänna osäkerheten om ekonomins samband har man försökt använda olika *målvariabler och indikatorer* (targets and indicators). Man försöker därvid att få en approximativ uppfattning om effekterna på den totala efterfrågan genom att studera föränd-

ringen i någon indikator. Tänkbara indikatorer är då t ex räntan, penningmängden, bankutlåningen, den totala kreditvolymen i ekonomin osv. Valet av indikator beror naturligtvis på vilken underliggande teori som används. I en Keynesiansk teori skulle man t ex välja räntan som indikator för penningpolitikens verkningar. Brunner och Meltzer har i denna fråga ägnat mycket tid åt att visa att Federal Reserve Board i USA sannolikt använt marknadsräntan som indikator och vilka risker detta medfört. Framför allt är det stor risk för att om en ökad ekonomisk aktivitet leder till ökad efterfrågan på lån, vilket höjer räntan, att detta misstolkas som en åtstramad penningpolitik, vilket leder till uppmjukning av penningpolitiken.

I avsaknad av en fullständig ekonomisk modell som kan mäta effekterna via alla kanaler får vi nöja oss med en eller ett litet fåtal indikatorer. Allting tyder nu på att penningmängden är den indikator som är bäst lämpad för en bedömning av penningpolitikens effekter. Naturligtvis kan ett insiktsfullt användande av ytterligare indikatorer förbättra analysen.

## Vad har vi lärt oss?

Penningpolitikens teori har således utvecklats längs delvis ganska olika linjer under de senaste femton åren. Skolor har bildats vid olika amerikanska lärosäten och debatten vågar har gått höga med några av de absolut ledande ekonomerna som deltagare. Dessa element av konflikt i utvecklingen skall dock inte förleda oss att tro att det tills vidare är förståndigt att grunda penningpolitiken på de forskningsresultat som förelåg vid 1950-talets slut. Det finns en betydande fond av resultat om vilka flertalet specialister är eniga och som kanske kan sammanfattas på följande sätt:

- a) efterfrågan på pengar är en stabil funktion av ett fåtal variabler.
- b) utbudet av pengar *kan* kontrolleras av centralbanken, åtminstone på 3—6 månaders sikt.
- c) penningpolitik och finanspolitik har båda betydelse för den samhällsekonomiska balansen, eller bristen på balans, även om penningpolitiken sannolikt har en något mer direkt påverkan på prisenivå och betalningsbalans.

- d) den Keynesianska transmissionsmekanismen med ränta och privata investeringar har övergetts. Penningpolitiken verkar på ett betydligt bredare och mer mångfacetterat sätt.
- e) penningmängden är den hittills bästa indikatorn på penningpolitikens effekter.

Naturligtvis måste b) modifieras med att om centralbanken inte vill kontrollera penningmängden, utan istället räntan, så blir penningmängden bestämd av efterfrågan.

Resultaten kan som synes sammanfattas på några rader, fastän det har tagit över ett decennium och tusentals sidor att uppnå dem.

De problem som närmast behöver lösas på detta område är för det första ett omsorgsfullt, mödosamt och långvarigt arbete på att kartlägga de empiriska sambanden mer i detalj i varje land. För det andra återstår vissa teoretiska problem när det gäller den kortsiktiga dynamiken. Slutligen har vi ett relativt nytt problemområde, där dock en del grundläggande resultat har kommit fram under senare år, nämligen frågan om de internationella relationerna.

## Svensk penningpolitik

Hur ser då svensk penningpolitik ut i ljuset av denna teoriutveckling? Vilken sorts penningteoretisk uppfattning ligger bakom riksbankens handlande, och vilka konsekvenser har detta för penningpolitikens utformning och effekter? Något direkt svar på dessa frågor går inte att få eftersom riksbanken aldrig offentliggjort sin syn på dessa problem, till skillnad från många andra centralbanker. Man får alltså nöja sig med att studera de åtgärder som vidtagits samt deras effekter.

Det kan då först konstateras att när det gäller valet av penningpolitiska medel och att hitta på så många nya som möjligt har riksbanken verkligen varit oortodox. De traditionella medlen diskontopolitik och marknadsoperationer har regelbundet använts, men samtidigt har sådana medel som likviditetskvoter,

straffräntor, kvoter för bankernas upplåning i riksbanken och tak för deras utlåning samt placeringskvoter kommit till användning. Varför har då just dessa medel använts? Vad är karakteristiskt för dem?

Typiskt för flertalet av dessa nya medel är att de är reglerande till sin natur.<sup>2</sup> Det betyder att deras användning påverkar allokeringen<sup>3</sup> av kredit till olika användningsområden. Enligt ekonomisk teori leder en fri marknadsprisbildning i förening med fri konkurrens under vissa rimliga antaganden till en resursallokering som säkerställer ett effektivt utnyttjande av samhällets resurser. Vad är då motiven till att använda ekonomiskt-politiska medel som ingriper i resursallokeringen och sannolikt försämrar denna? Tankegången måste vara att dessa slag av åtgärder är nödvändiga från stabiliseringssynpunkt, dvs för målsättningarna om prisnivån, sysselsättningen och betalningsbalansen och att detta kan vara värt en viss försämring av resursallokeringen. Det är därför en grundläggande fråga huruvida denna avvägningsteori är riktig. Måste man offra realinkomst för att uppnå ekonomisk stabilitet.

Låt oss då först se på var och en av åtgärderna för att utröna deras karaktär. *Likviditetskvoter* har i något olika utformningar använts sedan 1952. De består av bestämmelser eller rekommendationer från riksbanken till affärsbankerna att de senares innehav av vissa tillgångar skall stå i en viss relation till den totala inlåningen. Tillgångarna i fråga utgörs av bankernas kassatillgångar samt deras innehav av vissa slag av obligationer, huvudsakligen statsobligationer, skattkammarväxlar och hypoteksobligationer. Om nu riksbanken använder likviditetskvoterna, dvs fastlägger kvoten på ett sådant läge att den blir bindande för en bank, betyder detta att banken måste minska all annan utlåning och öka sitt innehav av framför allt statsobligationer och hypoteksobligationer. Genom att tillgripa denna åtgärd har riksbanken ingripit i den fördelning av krediter till olika ändamål som annars hade kommit till stånd.

Ett s k *utlåningstak* har använts vid några tillfällen under efterkrigstiden. Det

innebär att riksbanken bestämmer den högsta tillåtna utlåningen i affärsbankerna. Utlåningen är då definierad så att den approximativt motsvarar det som inte ingår i täljaren på likviditetskvoten, vilket är all bankutlåning i form av reverslån, kredit i checkräkning osv. Ett utlåningstak är alltså till sin karaktär väldigt likt likviditetskvoterna. Den enda principiella skillnaden är att om inlåningen expanderar i bankerna kommer vid likviditetskvoter, obligationsinnehav och bankutlåning att expandera parallellt, medan vid utlåningstak utlåningen inte kan öka, varför obligationsinnehavet ökar något mer.

På liknande sätt har *placeringskvoter* använts för att dirigera kreditgivningen till vissa ändamål i sparbankerna och några andra kreditinstitut. (Fr o m 1972 har även sparbankerna likviditetskvoter. Detsamma gäller jordbrukskassorna och postbanken.)

*Straffräntan* innebär att riksbanken tar ut en högre ränta än det officiella diskontot för affärsbankernas upplåning i riksbanken, eller för deras upplåning utöver en viss gräns. Straffräntan har uppenbarligen tillkommit för att möjliggöra en bättre styrning av bankernas upplåning utan att behöva förändra diskontot. Anledningen till att man inte vill ändra diskontot så mycket är att riksbanken inte bara har sanktionerat utan även med hård hand framtvingat en bindning av hela räntestrukturen till diskontot. Affärsbankerna skall i stort sett förändra sina räntor med lika mycket som diskontot ändras, annars ingriper riksbanken. Resultatet är att räntestrukturen inte bestäms av utbud och efterfrågan på varje slag av kredit, utan blir fastlåst i en historiskt given utformning. Mycket av

<sup>2</sup> Sådana medel har hitintills varit ovanliga i de mest utvecklade industriländerna (Förenta staterna, Storbritannien, Västtyskland, Schweiz), medan mera ofullständigt industrialiserade västeuropeiska länder med primitiva kapitalmarknader (Norge, Finland, Italien) ofta har tillgripit liknande åtgärder. Sverige som rimligen måste räknas till den förra gruppen är så till vida en särling.

<sup>3</sup> *Allokering* är den vanliga termen för fördelning av resurser på olika ändamål, medan termen *fördelning* används när det är fråga om fördelning av inkomster eller nyttigheter mellan individer eller grupper.

kreditmarknadens allokeringsmekanism har därmed satts ur spel. En annan effekt är att riksbanken kan styra bankernas vinstutveckling genom att den kan variera straffrätan, utan att tillåta bankerna att ändra sina räntesatser. Straffrätan liksom likviditetskvoter och utlåningstak, får i själva verket karaktären av en vinstskatt på affärsbankerna vid kontrollerade räntor.

Sedan början av 1950-talet har också riksbanken reglerat rätten till obligationsemissioner. Det har därvid uppstått en *obligationskö* av varierande längd. Riksbanken har alltså under de senaste tjugo åren bestämt mängden privata obligationslån och delvis också villkoren i form av ränta, amorteringstid osv.

Slutligen har vi alla de olika former av ingrepp i form av direkta kontakter och direkta bestämmelser angående någon *speciell kreditform*, t ex uppmaningar till bankerna att minska krediter till konsumtionsändamål, eller som 1969 att bankerna skulle minska sina krediter i checkräkning med 20 procent.

Varför har då alla dessa åtgärder vidtagits? Vad är det för teori som kan förklara att just detta slag av penningpolitiska medel har kommit till användning? Det typiska för flertalet av de här diskuterade åtgärderna är att de påverkar eller *reglerar kreditvolymen till vissa ändamål*, framför allt till industrins investeringar. Mot bakgrund av de ovan genomgångna teorierna är det ganska uppenbart att vad som legat bakom detta val av åtgärder är en variant av den så kallade *availabilityteorin*<sup>4</sup>. Denna teori koncentrerar uppmärksamheten på de privata investeringarna, precis som den Keynesianska, men istället för att betona räntans effekter framhålls tillgången på kredit som det effektiva sättet att påverka investeringsvolymen. Därav likviditetskvoter och utlåningstak för att minska bankernas utlåning till privata investeringar, därav placeringskvoter för att reglera kreditgivningen från sparbanker och andra till näringslivet och därav obligationskön för att kontrollera kreditutgången på obligationsmarkanden. Det är alltså kreditströmmarna man försöker komma åt och inte penningmängden.<sup>5</sup> Riksbanken bedriver kreditpolitik, men inte mycket penningpolitik, utan att frå-

ga efter de allokeringsmässiga kostnader. Som Erik Lundberg så träffande sagt har penningpolitiken gått ut på att kasta grus i maskineriet.

Detta skulle naturligtvis kunna vara rimligt om det var det pris vi måste betala för en från stabiliseringspolitisk synpunkt effektiv penningpolitik. Så är dock inte fallet. De senaste tio årens forskning har ganska övertygande visat att det inte är enskilda kreditströmmar som är avgörande för penningpolitikens effekter. Tvärtom, med den grad av substitutionsmöjligheter som finns på kreditmarknaden kommer även aldrig så hårda ingrepp mot partiella delar ej att ha någon annan effekt på totalen än att trassla till kreditförmedlingen och göra den samhällsekonomiskt mer kostsam. Det är genom att kontrollera penningmängden som penningpolitiken får effekter (vilket dock inte är detsamma som att säga att penningmängden betyder allt) på den totala efterfrågan. Såsom jag har visat på annat håll [Myhrman 1973], och som också inses intuitivt, *har likviditetskvoter, ulåningstak och obligationskön inga effekter på penningmängden*.

Detta kan också klargöras med ett exempel. Antag att affärsbankerna har en överskottskassa som de önskar låna ut. Riksbanken bedömer det som icke önskvärt med en sådan expansiv effekt och ingriper med ett utlåningstak. Affärsbankerna förlorar därmed en möjlighet att låna ut pengar och erhålla en räntekastning, men de är inte hänvisade till att lägga dessa medel i bankens kassa, utan kan köpa statsobligationer eller hypoteksobligationer direkt av allmänheten eller, vanligare, av andra kreditinstitut. Dessa kan då i sin tur låna ut medlen. Det enda riksbanken kan göra för att förhindra en ökning av penningmängden, förutom att förbjuda all kreditgivning i samhället, är att använda de traditionella medlen och höja kassakvoterna eller eliminera överskottskassorna genom marknadsoperationer.

Under högkonjunkturen 1960—61 syn-tes riksbanken vara på väg mot en mera

<sup>4</sup> För en utförlig motivering för denna tolkning se Myhrman [1973, Section IV].

<sup>5</sup> Se Myhrman [1969] för en genomgång av betydelsen av kreditinriktning resp penningmängdsinriktning.

sofistikerad och effektiv penningpolitik. Den använde då en åtstramningspolitik som mer byggde på penningmängdsminskning genom marknadsoperationer. Vissa nya korta statsobligationer tillskapades som skulle vara lockande för företagen att anskaffa, vilket de också gjorde. Detta försök att skapa nya skott på den svenska kreditmarknaden tog emellertid hastigt slut och man återgick till den reglerande verksamhet vilken nådde sin kulmen under 1969—70 års åtstramning. Det kanske märkvärdigaste är att man stundom från riksbanken hör att marknadsoperationer i någon större utsträckning inte är möjliga i Sverige därför att värdepappersmarknaderna är så outvecklade här hemma jämfört med i utlandet. Ett i sanning häpnadsväckande argument med tanke på att det är riksbanken som styr utvecklingen på kreditmarknaden. Riksbanken är ju själv orsaken till att värdepappersmarknaderna är outvecklade genom att den har reglerat bort det mesta av de tillstymmelse till marknader som finns i stället för att ta initiativ till att utveckla sådana.

Det bör understrykas att en övergång till en modern penningpolitik inte är ett steg ut i det okända. Även den gamla traditionsbundna Bank of England har sedan en tid gått över till en penningmängdsinriktad penningpolitik. Den oerhört livliga diskussionen i England kring dessa problem vittnar också om att man sent omsider har insett penningpolitikens betydelse även i Radcliffereportens hemland och att man strävar efter att ge penningpolitiken den bästa möjliga utformningen.<sup>6</sup> I en sådan politikförändring är också ett av de viktigaste inslagen att tillåta och uppmuntra en friare konkurrens på kreditmarknaden och framför allt en friare räntesättning. Riksbanken skall naturligtvis med sina medel indirekt påverka den allmänna nivån på ränteläget, men alla kreditinstitut måste vara fria att sätta sina egna räntesatser.<sup>7</sup>

## Penningpolitikens stabiliseringseffekter

Hittills har synpunkterna på penningpolitiken varit ganska negativa, men det har

gällt åtgärder som inte haft några effekter på penningmängden, medan de däremot haft påtagliga effekter på effektiviteten och resursallokeringen på kreditmarknaden. Riksbanken har emellertid också de traditionella medlen diskontopolitik (förstärkt av straffränta) och marknadsoperationer till sitt förfogande och de har också regelbundet använts. Resultatet med avseende på penningmängden har där varit synnerligen gott. Denna visar en förbluffande symmetrisk utveckling över tiden med en lägsta ökningstakt i varje högkonjunktur och en högsta ökningstakt i varje recession. Det är inte många länder som kan visa upp ett sådant perfekt anticykliskt mönster. I fråga om tidsanpassningen har penningpolitiken således varit mycket väl utförd.

Om styrkan har varit den rätta är däremot oerhört svårt att bedöma därför att vi ännu inte är särskilt skickliga i att mäta de totala effekterna på nationalinkomst och sysselsättning. Vi vet emellertid att på litet längre sikt leder ett stort utbud på pengar till valutautflöde och ett för litet till valutainflöde. Efter som Sverige sedan 1949 inte vidtagit några växelkursförändringar och alltså valutareserven hållit sig på rimlig nivå förefaller det befogat att säga att vi har haft en god penningpolitik. Man skulle eventuellt också kunna tolka detta faktum som att, givet målsättningen om fasta växelkurser, riksbanken har försökt

<sup>6</sup> Se text diskussionen i Manchester School [1973].

<sup>7</sup> De olika regleringsingreppen på kreditmarknaden motiveras inte enbart med att de är nödvändiga i stabiliseringspolitiken. Som försvar för likviditetskvoter (och för mycket annat också) anförs ofta att statens och bostädernas kreditbehov måste tillgodoses och på tillräckligt goda villkor. Det finns emellertid inga skäl till att dessa skall få låna billigare än andra. Staten och bostadsbyggarna skall naturligtvis gå in på marknaden och bjuda tillräckligt goda villkor för att erhålla den kredit man önskar. Staten använder också arbetskraft, men det är ingen som föreslår att staten skall få den önskade mängden arbetskraft till billigare kostnad än marknadspriset. Inte heller föreslår någon att byggnadsarbetarna skall ha lägre löner så att hyrorna i landet kan sänkas. Om man önskar sänka hyresnivån är det lämpligare med hyressubvention än att ge sig på räntan och därmed skada hela kreditmarknadens funktionssätt.



att föra en ännu kraftfullare penningpolitik, men varje gång man gått för långt åt ena eller andra hållet har förändringar i valutareserven varit varningssignalen som återfört penningpolitiken till ordningen.

## Slutsatser

Denna genomgång av den svenska penningpolitikens principiella uppläggning och inriktning mot bakgrund av utvecklingen inom penningteorin leder ganska övertygande fram till slutsatsen att en föråldrad och otillfredsställande teori-bildning har styrt riksbanken i dess val av penningpolitiska medel med förmodligen mycket betydande negativa effekter på resursallokering och effektivitet på den svenska kreditmarknaden. Där- emot har dessa medel inte förhindrat utomordentliga resultat med avseende på de stabiliseringspolitiska målen. I den värld vi lever i är det nämligen ett högt betyg åt ekonomisk politik om den över en längre period hela tiden förändrats åt rätt håll i varje konjunkturförändring och i något sånär rätt tidpunkt. Resulta- ten består av en genomsnittlig balanse- rad betalningsbalans och en prisutveck- ling av ungefär samma storleksordning som övriga länder i Västeuropa. Detta är det bästa resultat man kan uppnå så länge som man accepterar den fasta växelkursen som ett övergripande mål, vilket man synes ha gjort i Sverige.

Det svenska bankväsendet har vid många tillfällen på 1600-talet, 1700-talet, 1800-talet och början av 1900-talet fram- bringat viktiga innovationer som de förs- ta banksedlarna, diskonternas livliga kre- ditförmedlingsverksamhet som då var nästan utan motstycke i världen och as- signationerna som starkt underlättade för handeln. Detta bankväsen är nu begrän- sat i sin effektivitet och dynamik av en penningpolitik med onödigt primitiva inslag som är helt onödiga i ett moget industriland. Denna penningpolitik som jämfört med många andra länders varit kraftfull och framgångsrik skulle därför kunna bli ännu bättre genom en över- gång till en elegantare uppläggning. En övergång till mer generellt verkande åt- gårdar, en friare räntebildning och ett underlättande eller stimulerande av ut-

vecklingen av en mer funktionsduglig kreditmarknad är steg som skulle leda i denna riktning. Vad hindrar en sådan utveckling?

## Referenser

- Brunner, K. och Meltzer, A., [1972], "Money, Debt and Economic Activity", *Journal of Political Economy*, årg 80, nr 5
- Cagan, P., [1965], *Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money*, Princeton, N. J.
- Friedman, M. och Schwartz, A., [1963], *A Monetary History of the United States, 1867—1960*, Princeton, N. J.
- Friedman, M., [1970], "A Theoretical Framework of Monetary Analysis", *Journal of Political Economy*, årg 78, nr 2
- [1971], "A Monetary Theory of Nominal Income", *Journal of Political Economy*, årg 79, nr 2
- Leijonhufvud, A., [1968], *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, New York London Toronto
- Manchester School of Economic and Social Studies*, årg 41, nr 1 (specialnummer om brittisk penningpolitik)
- Matthiessen, L., [1973], "Finanspolitiken i Sverige: styrka genom stagnation", *Ekonomisk Debatt* årg 1, nr 1
- Myhrman, J., [1969], "Peningmängd, bankutlåning och penningpolitikens verkningar", stencil
- [1973], "An Analytical Treatment of Swedish Monetary Policy", *Swedish Journal of Economics*, årg 75, nr 3 (under utgivning)
- Report of Committee on the Working of the Monetary System*, [1959], (Radcliffe report), Cmnd 827, London
- Studies in the Quantity Theory of Money*, [1956], utg M. Friedman, Chicago
- Tobin, J., [1969], "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, år 1, nr 1