

# Den svåra riksbankspolitiken

I Ekonomisk Debatt nr 5 ger Johan Myhrman en god introduktion till utvecklingen inom penningteorin och presenterar en intressant diskussion av den svenska penningpolitiken. Vi delar i stort hans synpunkter beträffande hur den svenska riksbankspolitiken har utformats och hur den bör utformas i framtiden. På några punkter vill vi dock anmäla en något avvikande hållning.

Efter en genomgång av de medel som riksbanken använt hävdar Myhrman att "det är ganska uppenbart att vad som legat bakom detta val av åtgärder är en variant av den s k availability-teorin". Myhrman når denna slutsats genom att betrakta riksbankens handlande enbart ur ett stabiliseringspolitiskt perspektiv. Det torde emellertid stå klart att riksbankens målfunktion varit mer komplicerad — förutom de för en centralbank traditionella stabiliseringspolitiska målen har denna även omfattat allokeringsspolitiska och inkomstfördelningspolitiska målsättningar. Riksbanken har inte utgjort någon självständig penningpolitisk myndighet — dess verksamhet har bestämts i samråd med regering och riksdag. Härvid har riksbanken ålagts att svara för finansieringen av bostadssektorn<sup>1</sup> och den statliga sektorns verksamhet till "låga" räntesatser — dvs till en räntenivå som ligger under jämviktsräntan. Målsättningen att hålla en "låg" icke-marknadsklarande räntenivå har inneburit att man avhånt sig möjligheten att använda sig av en prisransonering, dvs av ränteändringar, som penningpolitiskt instrument.<sup>2</sup>

I stället för en prisransoneringspolitik har riksbanken således fått tillgripa en direkt kvantitetsransonering av kreditströmmarna inom den svenska ekonomin, som med hänsyn till bostadssektorn och den statliga sektorn nödvändigtvis måste göras selektiv. Dessa bägge sistnämnda

sektorer har man strävat att söka isolera från effekterna av en restriktiv riksbankspolitik. Följaktligen har riksbanken fått tillgripa desto hårdare och mer drastiska åtgärder gentemot andra sektorer — främst näringslivet — än vad som skulle varit fallet vid en mer generell politik. Valet av centralbanksmedel har blivit i konsekvens med denna inriktning på politiken — olika former av kvantitetsransoneringsinstrument har kommit att introduceras.

Man behöver således inte tillskriva riksbanken någon fixering vid availability-teorin för att förklara dess handlande.<sup>3</sup> Det torde vara tillräckligt att peka på förekomsten av andra element än stabiliseringspolitiska i riksbankens målfunktion (Jonung [1973 b]). De inkomstfördelningspolitiska och allokeringsspolitiska målen kommer dessutom i regel att stå i konflikt med den stabiliseringspolitiska målsättningen. Denna målkonflikt är en delförklaring till varför riksbanken kommit att använda en så varierad uppsättning medel i sin politik.

Vi vill inte förneka att riksbanken även kan ha influerats av availability-teoretiska tankegångar. Detta inflytande är vi dock benägna att betrakta som sekundärt. Det är möjligt att availability-teorin snarare bör ses som en slags expost rationalisering av riksbankens åtgärder — en form av teoretisk överbyggnad för att förklara en riksbankspolitik som haft andra målsättningar än enbart stabiliseringspolitiska. (För övrigt kan det ifrågasättas om availability-teorin är associerad med sådana medel som riksbanken kommit att utnyttja.)

## Kreditreglering och penningmängd

Myhrman hävdar vidare att likviditetskvoter, utlåningstak och obligationskö inte har några effekter på penningmängden. Detta påstående kan accepteras som

<sup>1</sup> Bostadssektorn torde utgöra det främsta exemplet på ett försök till svensk planushållning under efterkrigstiden; bl a fastställer riksdagen i fysiska termer aktiviteten för denna sektor. Det bostadsindustriella komplexet förespråkar "låga" räntor bl a med argument att "låga" räntor är liktydigt med låga hyror.

<sup>2</sup> Det kan påpekas att riksbanken under hela efterkrigstiden drivit en lågräntepolitik. Med hänsyn till inflationsförväntningar och skattesystemets utformning är realräntan vanligtvis negativ för de flesta ekonomiska agenter i den svenska ekonomin.

<sup>3</sup> För övrigt kan det noteras att en kreditransoneringspolitik har en viss tradition inom svenskt penningpolitiskt tänkande. Den framfördes bl a i diskussionen i slutet av 1910-talet med argumentet att diskontohöjningar inom "rimliga" granser inte skulle vara tillräckliga för att stoppa inflationen. Följaktligen förordades en "kapitalransonering" från affärsbankernas sida under någon statlig instans överinseende. Idén mötte stark kritik från några av dåtidens nationalekonomer, dar delvis samma argument användes som i dag utnyttjas för att kritisera riksbankens politik.

giltigt inom ramen för en atemporal partiell jämviktsmodell (och de antagande denna är associerad med), där man rör sig från ett jämviktsläge till ett annat. Man kan emellertid tänka sig åtskilliga invändningar mot att helt acceptera slutsatserna från denna form av komparativ statik.

Utlåningstak, obligationskö och likviditetskvoter, liksom andra kreditpolitiska medel, kan mycket väl tänkas influera penningmängdens *tidsmässiga utveckling*. (Det är denna, dvs tillväxten och ändringar i tillväxttakten hos penningmängden, som är av intresse vid en diskussion av sambandet mellan pengar och ekonomisk aktivitet.) Denna påverkan kan diskuteras dels med utgångspunkt från ett inflytande via den monetära basen, dels via den monetära basens multiplikator. Eftersom penningmängden kan betraktas som en funktion av dessa bägge storheter återspeglas varje förändring i dessa i penningmängden.<sup>4</sup>

I följande exempel behandlas användningen av ett medel — likviditetskvoter. Slutsatserna kan sedan överföras att även gälla utlåningstak och obligationskö. För att diskutera likviditetskvoternas effekt på penningmängden via den monetära basen får man jämföra ett system med dessa kvoter med en alternativ ordning utan sådana reservkrav. Effekten på penningmängden av finansieringen av en uppkommen statsskuld kan under dessa bägge regimer vara olika. Med likviditetskvoter, som får antagas öka efterfrågan på statspapper, kommer troligen en större del av budgetunderskottet att kunna finansieras genom köp av banksektorn än vad som inträffat om dessa kvoter inte existerat. I det sistnämnda fallet måste en större del av ökningen i statsskulden monetiseras (dvs köpas av centralbanken) och ger därmed upphov till en kraftigare ökning i den monetära basen och följaktligen penningmängden än då statsskuld finansiering kunnat underlättas med hjälp av likviditetskvoter. Det svenska likviditetskvotssystemet har, om detta resonemang är korrekt, bidragit till en lägre tillväxttakt i penningmängden än vad som annars skulle varit fallet.

Beträffande de kreditpolitiska medlens effekter på penningmängden vid den monetära basens multiplikator kan man tänka sig flera effekter. Banksystemets önskade kassareservkvot samt allmän-

hetens önskade kassahållningsvanor kan förändras på grund av förändringar i räntestrukturen orsakade av dessa medel. Vid introduktion eller ändring i något kreditpolitiskt medel kan banksystemet under anpassningsprocessens förlopp justera reservkvoten, på grund av ändrade framtidsförväntningar, ökad osäkerhet om graden och arten av kommande åtgärder. Man kan även argumentera för att kraftiga likviditetskvoter tenderar att reducera banksystemets önskade reservkvot, eftersom bankutlåningen på detta vis får en mer solid struktur. Myhrman diskuterar för övrigt själv några av ovanstående effekter i sitt svar till Lars Hansson.

### Svåröverskådliga regleringar

Diskussionen hittills har rört effekten av förändringar av enbart ett kreditpolitiskt medel på en marknad som i övrigt inte är reglerad. Det har således bortsetts från svårigheten att analysera den totala effekten på den svenska penningmängden av att banksektorn och kreditmarknaden har underkastats flera former av kreditpolitiska regleringar samtidigt. Att granska hur detta allmänna icke-jämviktssystem har påverkat penningmängden och den ekonomiska aktiviteten är en uppgift som är svår att angripa såväl empiriskt som teoretiskt (se t ex Hodgman [1972]). Som ytterligare ett bidrag till kritiken mot riksbanken kan det därför påpekas att det i praktiken blir mycket svårt för den penningpolitiska myndigheten att få en uppfattning om vilken effekt användningen av ett visst medel har när man samtidigt utnyttjar ett helt batteri av åtgärder.

Vi har här pekat på några orsaker till varför systemet med olika kreditpolitiska medel skulle kunna ha påverkat penningmängden. I vilken utsträckning regleringssystemet i verkligheten haft några nämnvärda effekter på penningmängdens utveckling är en empirisk fråga.<sup>5</sup> Det förefaller oss rimligt att hävda att de kraftiga och snabba fluktuationerna i den svenska penningmängdens tillväxttakt under 1950- och 1960-talen till en viss del kan förklaras av riksbankens användning av olika kreditpolitiska medel [Jonung 1973a]. En traditionell penningpolitik som förlitat sig på marknadsincitament torde vara associerad med en "mjukare" utveckling i olika monetära

<sup>4</sup> En elementär presentation av den monetära basen och dess multiplikator finns bl a i Jonung-Jonung [1972].

<sup>5</sup> Att det försämrat resursallokeringen i den svenska ekonomin torde det knappast råda något tvivel om.

aggregat. På kort sikt kan således de olika kreditpolitiska medlen ha bidragit till kraftigare fluktuationer i de monetära aggregaten, än vad som annars skulle varit fallet.

Vi vill emellertid understryka att vi härmed inte försvarar användningen av dessa medel. De kraftiga fluktuationerna i penningmängden ser vi delvis som ett destabiliserande element i den svenska samhällsekonomi, vilket kan elimineras först genom en övergång till en mer traditionell form av riksbankspolitik.

Till slut berömmar Myhrman riksbanken för den tidsmässiga anpassningen av penningmängdens utveckling med en lägsta ökningstakt i varje högkonjunktur och en högsta ökningstakt i varje recession. Myhrmans slutsats blir att riksbanken "nått utomordentliga resultat med avseende på de stabiliseringspolitiska målen". Man kan emellertid inte dra några slutsatser om effektiviteten i denna politik förrän man känner de tidsförskjutningar med vilka penningmängdsförändringarna verkar. Ett extremfall skulle vara att den svenska konjunkturcykeln är monetärt betingad så att de kraftiga åtstramningarna under en högkonjunktur efter en viss tidsförskjutning skapar nästkommande lågkonjunktur eller förstärker denna nedgång.

Mycket pekar på att finanspolitiken verkat destabiliserande under vissa perioder. Är det möjligt att detta också gäller penningpolitiken? En annan tidsanpassning av penningmängdens förändringar kanske till en viss konstant tillväxttakt i penningmängden<sup>6</sup> — skulle möjligen gett oss en jämnare konjunkturutveckling? [Jonung 1973a.]

<sup>6</sup> En konstant årlig tillväxttakt i penningmängden motsvarande  $t$  ex den genomsnitt-

## Myhrmans kritik befogad

Dessa kommentarer till Myhrmans artikel får inte dölja det faktum att vi instämmer i kritiken mot riksbankens politik. En omläggning av denna till en mera traditionell form av penningpolitik som då omfattar en avveckling av det existerande regleringssystemet utgör en förutsättning för en bättre utformning av riksbankens framtida politik.<sup>7</sup> Ett sådant steg leder förvisso inte automatiskt till den penningpolitiskt bästa av världar, men skulle öka riksbankens möjligheter att inrikta sig på att föra *stabiliseringspolitik* — något som man brukar betrakta som huvuduppgiften för en centralbank.

Christina och Lars Jonung  
Lunds universitet

## Referenser

- Hodgman, D., [1972], "Selective Credit policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, årg 4, nr 2
- Jonung, L., [1973a], "Penningteori och riksbankspolitik under efterkrigstiden", Stencil, Sparbankernas Bank
- Jonung, L., [1973b], "Swedish Central Bank Policy in the Post-War Period", *Kredit und Kapital*, årg 6, nr 3
- Jonung, C., och Jonung, L., [1972], *Pengarteori, politik och institutioner*, Lund
- Myhrman, J., [1973], "Penningteori och penningpolitik", *Ekonomisk Debatt*, årg 1, nr 5

liga penningmängdstillväxten under efterkrigstiden skulle kanske vara förenad med samma prisstabilitet som den förda riksbankspolitikerna men samtidigt inte vara associerad med stop-go-politikens negativa effekter.

<sup>7</sup> Detta förutsätter att regeringen ger riksbanken en självständig ställning gentemot bostadssektorn.