

Repliker och kommentarer

Debatten om riksbankens penningpolitik fortsätter

Vi publicerar här två kommentarer till Johan Myhrmans och Lars Hanssons inlägg om penningpolitiken i Sverige jämte ett genmäle av den förre. Det är redaktionens förhoppning att debatten i dessa centrala frågor skall fortsätta i kommande nummer. Dock måste kravet då ställas att inläggen får en mindre teoretisk-teknisk inriktning. Särskilt intressant vore det att få synpunkter från bankvärlden.

Redaktören

Penningpolitik i teori och praktik

Fil lic Johan Myhrman har nyligen i denna tidskrift analyserat utvecklingen av penningteorin under efterkrigstiden och penningpolitiken i Sverige [Myhrman, 1973 a]. Artikelnen utgör till största delen en lättläst och vettig exposé över de olika problemställningarna. Jag kan dock inte acceptera vissa av Myhrmans slutsatser beträffande den penningteoretiska debatten och penningpolitiken i Sverige. Rörande den senare har Myhrman bortsett från de restriktioner, som riksbanken möter i sitt handlande och förlorar därmed möjligheten att förklara varför kvantitativa regleringar använts. Slutligen kan jag inte godta Myhrmans slutsats att "dessa medel inte förhindrat utomordentliga resultat med avseende på de stabiliseringspolitiska målen" [Myhrman 1973, s 313]. Detta resultat grundar sig uteslutande på ett studium av penningmängdens utveckling och Myhrmans slutsats skulle förändras, om vi tog hänsyn till utvecklingen hos andra indikatorer på penningpolitikens effekter såsom räntor och kreditströmmar och händelser i den reala ekonomin. Dessutom skall jag

visa nedan att penningmängdens förändringar mycket väl kan förklaras av faktorer på efterfrågesidan, som Myhrman inte diskuterar, snarare än av riksbankens påverkan på utbudssidan.

Den penningteoretiska debatten

Jag har ett flertal synpunkter på denna del, vilka är oväsentliga för den kommande analysen och mest skulle leda till ett sofistiskt käbbel, varför de överhoppas. Myhrman är dock alltför kategorisk eller rent vilseledande på tre punkter av stor betydelse för hans senare slutsatser rörande Sverige:

1. Penningmängden som enda indikator på penningpolitikens kraft
2. Transmissionsmekanismen
3. Centralbankens förmåga att kontrollera penningmängden.

Myhrman hävdar att "allting tyder nu på att penningmängden är den indikator som är bäst lämpad för en bedömning av penningpolitikens effektivitet" (s 309). De flesta ekonomer skulle i stället vilja hävda att ett flertal indikatorer (penningmängd, räntor, kreditvolym) är nödvän-

diga för att bedöma penningpolitikens effekter på ekonomin. Det är nämligen så att valet av indikator beror på vad vi tror om penningpolitikens funktions-sätt. Myhrman är således inkonsistent, när han å ena sidan (korrekt) hävdar att vi inte vet exakt hur penningpolitiken verkar, men å den andra vill använda penningmängden som *enda* indikator.¹

Myhrmans sammanfattning rörande transmissionsmekanismen leder lätt till slutsatsen att samband till den reala ekonomin via räntor helt övergetts. Så är ingalunda fallet. I stället har ränteeffekter upplevt något av en renässans under 1960-talets senare del i och med introduktionen av den sk neoklassiska investeringsteorin. Däremot är det fullt klart att räntesambandet måste kompletteras med effekter via penningmängd, kreditvolym och förändringar i kapitalvärden.

Myhrman hävdar slutligen, att utbudet av pengar kan kontrolleras av centralbanken. Han bifogar dock en brasklapp, vilken jag skulle anse vara huvudfallet för Sveriges del. "Om centralbanken inte vill kontrollera penningmängden utan i stället räntan så blir penningmängden bestämd av efterfrågan" (s 309). För penningpolitikens del leder detta till just det ytterlighetsfall, som Myhrman diskuterar (s 305), nämligen maktlöshet för penningpolitik med traditionella medel.

Svensk penningpolitik

Myhrman använder huvuddelen av sitt avsnitt om svensk penningpolitik till att beskriva de olika kvantitativa regleringar (likviditetskvoter, placeringskvoter, utlåningstak m m), som använts som komplement till de "klassiska" penningpolitiska medlen (diskontoförändringar och operationer på den öppna marknaden). Egendomligt nog försöker han emellertid inte ge någon rationell förklaring till *varför* dessa medel har använts. Hela avsnittet ger i stället intryck av en tämligen enfaldig riksbank, som inte begriper vare sig vad den ställer till med från allokeringssynpunkt eller hur den borde handla. Det finns all anledning att kreditera vår avgående riksbankschef med större intelligens än så. Förklaringen är emellertid tydligt att Myhrman tar ett vidare perspektiv och söker fastställa hur en "totaloptimal" penningpolitik borde

bedrivs medan Lars Hansson och jag diskuterar vad riksbanken kan göra *under givna handlingsramar*.

Vi vet att under 1960-talet har en enastående ambitiös satsning på bostadsbyggandet ägt rum i Sverige. Mellan 1961 och 1970 blev 929 023 lägenheter inflyttningsfärdiga. Under samma period steg volymen utelöpande bostadsobligationer från 6 231 mkr till 42 561 mkr och bankernas bostadsbyggnadskrediter från 3 075 till 9 201 mkr. Riksbankens roll i detta drama har varit dels att skaffa fram nödvändiga medel, dels att se till att priset på kapital hålls nere (se Myhrman, [1973, not 7]). Detta har inneburit att riksbanken har varit tvungen att ha mål för utvecklingen av både korta och långa räntor. Riksbankens handlande på obligationsmarknaden har då främst inriktats mot att stabilisera ränteläget på en acceptabelt låg nivå, dock med viss modifikation av hänsyn till det ekonomiska läget eller betalningsbalansen. Om vi resonerar utifrån denna beskrivning av riksbankens handlingsramar, faller dess agerande mer inom ramen för rationellt beteende. Med mål för räntenivån blir operationer på den öppna marknaden "perversa", dvs påverkar utbudet av pengar procykliskt.²

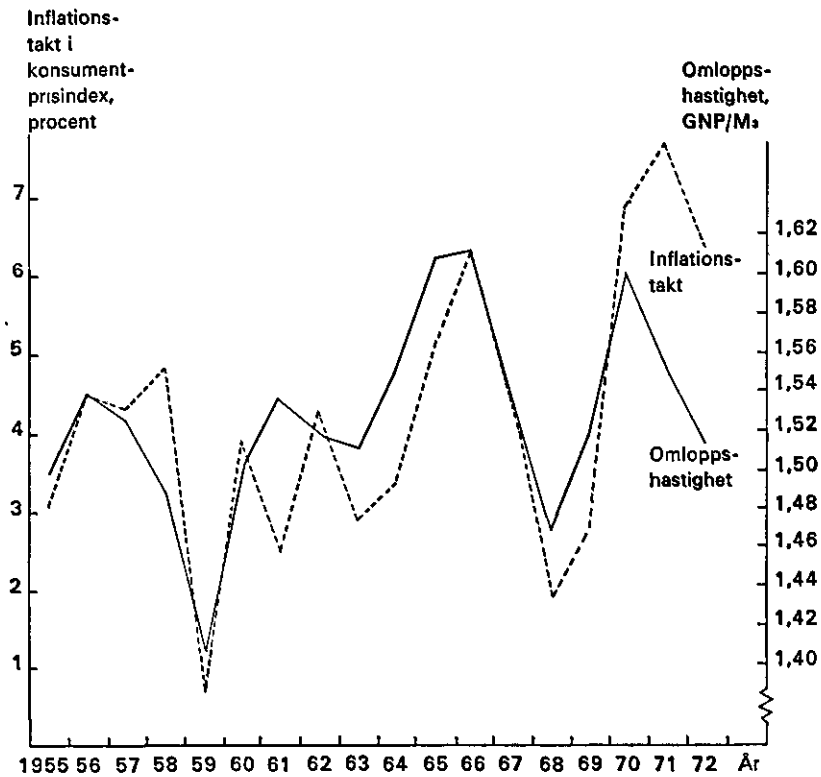
Samtidigt har utbudet av likvida tillgångar (främst bostadsobligationer) vuxit så snabbt att utbudet kan betraktas som mycket elastiskt. Därav följer Myhrmans slutsats att likviditetskvoter och placeringskvoter inte kan påverka penningmängden (eller kreditutbudet). Det förtjänar dock att framhållas att detta är ett jämviktsresultat. Under bankernas anpassningsperiod, som tar uppskattningsvis ett till tre kvartal, föreligger effekter. Om riksbanken sålunda vore villig att ändra kvoterna med täta mellanrum, skulle penningpolitik kunna bedrivs på detta sätt.

Slutsatsen av detta resonemang blir att om diskontopolitik och operationer på obligationsmarknaden är bundna av rän-temål och täta kvotändringar inte anses möjliga, *måste* riksbanken bedriva stabiliseringspolitik med hjälp av utlåningstak och diverse påtryckningar på de fi-

¹ Det förtjänar även att påpekas att Federal Reserve i USA i varje fall sedan 1970 är betydligt mer nyanserad i sitt val av indikator än vad Myhrman vill påskina. Se t ex Davis [1973].

² Antag, att i en högkonjunktur räntan stiger snabbt. I normalfallet skulle en centralbank acceptera eller förstärka denna tendens genom att sälja obligationer. I stället har riksbanken sökt bromsa räntestegringen genom att köpa obligationer och/eller absorbera nya statslån, vilket spår på penningmängden. Se Lybeck [1973a].

Figur 1. Pengars omloppshastighet och inflationstakten 1955—72



Källa för penningmängdsdata: Lybeck [1973c].

nansiella instituten. Regeringens beslut lämnar inte riksbanken någon valfrihet.

Myhrman avslutar sin artikel med att hävda att riksbanken trots allt med hjälp av de "klassiska medlen" bedrivit penningpolitik på ett så utomordentligt sätt att utvecklingen av penningmängden beskrivit ett perfekt kontracykliskt mönster. Denna slutsats kan visas ganska tveklöst genom att fortsätta den tankegång vi följt hittills. Om riksbanken har mål för räntenivån blir penningmängden bestämd av *efterfrågan* på pengar. Skulle då efterfrågan på pengar falla, då aktiviteten i Sverige stiger? Självfallet inte! Om aktiviteten (mätt av t ex BNP) stiger med 1 procent, stiger även efterfrågan på pengar efter en viss anpassningsperiod (5—6 kvartal) med 1 procent, dvs elasticiteten är lika med ett "på lång sikt". Däremot vet vi att detta förhållande modifieras av kostnaden för att hålla pengar på så sätt att omloppshastigheten för pengar stiger i högkonjunkturfasen. Detta faktum illustreras i *figur 1*, där omloppshastigheten på årsbasis definieras som BNP dividerad med den totala penningmängden ($M_3 = \text{utelöpande sedelmängd} + \text{inlåning i alla banker}$).

Ränteläget är den traditionella kostnaden för att hålla pengar. Räntans betydelse som en kostnadsfaktor är dock givetvis liten, när vi inkluderar även tidsinlåning i penningmängden och dessutom de korta och långa räntorna som i Sverige uppvisar en ganska konstant relation. Däremot påverkar inflationstakten kraftigt allmänhetens vilja att hålla pengar. 1 procentens högre inflationstakt innebär ju samma sak som 2—3 procentens lägre ränta (vid en marginskatt på 50 till 70 procent). Omloppshastighetens variation över cykeln i *figur 1* visar sig svara mycket väl mot variationerna i inflationstakt. Det finns således all anledning att tro, att penningmängden stiger långsammare i konjunkturtoppen (omloppshastigheten stiger) inte därför att riksbanken bedriver en perfekt penningpolitik. Snarare är det så att räntemålet (ofta i kombination med en pervers finanspolitik) driver upp inflationstakten. Detta i sin tur skär ned efterfrågan på pengar. En efterfrågemodell av detta slag visar sig kapabel att i det närmaste perfekt kunna förutsäga penningmängdens utveckling under i synnerhet 1970, ett år då den låga tillväxttakten i penningmäng-

den av både riksbanken och Myhrman skulle tillskrivas riksbankens agerande! [Lybeck 1973 b och 1973 d.]

Hansson—Myhrman

Johan Myhrmans kritik har bemötts av Lars Hansson från riksbanken.³ Jag skall försöka mig på konststycket att agera domare i denna match. I denna egenskap måste jag tillerkänna Lars Hansson segern på teknisk knock-out, även om ett par ronder går till Myhrman.

På huvudpunkten är nämligen Hansson och jag helt ense. Myhrmans analyser av den svenska penningpolitiken grundar sig på ett system, som inte passar in på Sverige. Han ser bankernas agerande som uteslutande styrt via deras önskade reservkvot (kvoten mellan kassamedel och inlåning). Med detta antagande i botten plus åtskilliga utsagda övriga antaganden når han slutsatsen att endast penningmängden är en intressant indikator och målvariabel för riksbankens agerande. Som Lars Hansson gissar,⁴ torde få ekonomer skriva under på en så förenklad beskrivning av verkligheten, även i USA. För ett system som Sveriges är bilden alldeles galen. Detta innebär inte att kassareserverna saknar betydelse för de svenska bankerna, trots avsaknandet av uppställda kassakvoter i egentlig mening. Men kassareserverna är bara en av flera faktorer.

Som påpekats ovan beror dock en stor del av förvirringen på denna punkt på att Hansson och Myhrman resonerar utifrån helt olika grundförutsättningar. Myhrmans artikelrubrik är nämligen missvisande. Han söker inte alls beskriva svensk penningpolitik. Hans mål är att redogöra för sin uppfattning om hur penningpolitik borde föras i en utopisk ekonomi, där de agerande myndigheterna inte har några restriktioner på handlingsparametrarnas storlek. En sådan uppläggning passar inte när det gäller de penningpolitiska myndigheterna i Sverige. Man måste, som Lars Hansson och jag, beakta de faktiskt existerande institutionella ramarna.

Myhrmans förenklade bild av verkligheten leder honom också vilse, när det gäller att tolka de stabiliseringspolitiska effekterna av de kvantitativa medlen. Endast om bankerna är uteslutande styrda via en kassakvot är penningmängden i ett jämviktsläge opåverkad av kvantitativa variabler.⁵

Mot Lars Hansson vill jag dock invända följande. Han förordar kvantitativa medel som komplement till de "klassiska", dels därför att de verkar snabbare, dels därför att traditionell räntepolitik är inflationsdrivande. Jag har svårt att inse hur han kan vara så kategorisk på dessa punkter. För det första sker jämförelserna mellan metoderna i en partiell analys. Detta är inte acceptabelt. Man måste ha en modell över hela ekonomin för att kunna förutsäga hur hårt och hur snabbt olika penning- och kreditpolitiska åtgärder verkar. För det andra vet vi inte heller utan en sådan modell hur högt ränteläget skulle behöva stiga, om riksbanken förlitade sig helt på de klassiska metoderna. För det tredje trodde jag att inflationsspöket bakom motviljan mot höga räntor hade tynat bort under de senaste åren. De flesta utländska bedömare har hittat klara effekter på räntenivån av inflationstakten (vilket är vad ekonomisk teori lär oss). Däremot saknas indikationer på att ränteläget skulle slå på prisstegringarnas takt.

—
Johan Lybeck
Ekonomiska forskningsinstitutet
Handelshögskolan

Referenser

- Davis, R. G., [1973], "Implementing Open Market Policy with Monetary Aggregate Objectives", *Federal Reserve Bank of New York Monthly Review*, årg 55, nr 7
- Hansson, L., [1973], "Primitiv — sa Myhrman om svensk penningpolitik", *Ekonomisk debatt*, årg 1, nr 6
- Lybeck, J. A., [1973a], "Svensk penningpolitik — finns den?", *Ekonomisk revy*, årg 30, nr 1
- [1973b], "Penningpolitikens effekter — ett svar till Tore Sellberg", *Ekonomisk revy*, årg 30, nr 6
- [1973c], "Financial Data for Sweden, Quarterly, 1954—71", stencil
- [1973d], "Issues in the Theory of the Long-Run Demand for Money: "Sweden and the United States Compared", stencil
- Myhrman, J., [1973a], "Penningteori och penningpolitik", *Ekonomisk debatt*, årg 1, nr 5
- [1973b], "Starka ord — svaga argument", *Ekonomisk debatt*, årg 1, nr 6

⁵ Min egen kritik av likviditets- och placeringskvoter har en annan inriktning. Även om bankerna är styrda, helt eller delvis, av dessa kvoter är detta inte tillräckligt för att kunna kontrollera deras utlåning eller inlåning, om man inte kan kontrollera utbudet av likvida tillgångar, främst bostadsobligationer.

³ Hansson [1973] och Myhrman [1973b].

⁴ Sid 393.