

Kommentar:
Johan A. Lybeck
Göteborgs universitet

Niels Thygesen har gjort en utomordentlig genomgång av penningpolitikens uppgång och fall under de senaste 20 åren. Tyvärr har han i mindre utsträckning ägnat sig åt att diskutera penningpolitiken i Norden och i än mindre grad dess effekter på inflation och sysselsättning. Jag skall därför huvudsakligen diskutera titeln på föredraget, som enligt min mening inte rimmar så väl med innehållet. Denna diskussion innehåller tre beståndsdelar.

- Varför har de nordiska länderna i så liten utsträckning bedrivit traditionell penningpolitik utan istället huvudsakligen använt diverse selektiva ingrepp i marknadsmekanismen?

- Skulle de nordiska länderna kunna bedriva en sådan traditionell penningpolitik?

- Vilka effekter har penning- och kreditpolitiken haft på inflation, sysselsättning och real efterfrågan?

Svaret på den första punkten kan hållas kort. De nordiska länderna avsåg sig tidigt möjligheten att bedriva en generell (genom räntor verkande) penningpolitik,

eftersom man av olika skäl inte var villig att låta ränteläget stiga så mycket som jämvikt på marknaden skulle krävt. Bostadsbyggandet anges i Sverige ofta som den främsta orsaken till denna restriktion. Jfr Jaffee [1974].

Från och med mitten av 1960-talet har den inhemska restriktionen på ränteläget alltmer kommit att ersättas av nödvändigheten att upprätthålla paritet (i varje fall på viss sikt) med det utländska ränteläget. I Sverige har under 1970-talet diskontoförändringarna i huvudsak varit relaterade till valutareservens förändring, medan istället räntestrukturen – förhållandet mellan korta och långa räntor – sökts anpassas till det inhemska behovet.

Även denna begränsade form av penningpolitik försvåras dock, som Thygesen noterar, av de stora statliga budgetunderskotten, som pumpar ut stora mängder av likvida tillgångar i det finansiella systemet.

Frågorna är då: skulle en mer marknadsinriktad penningpolitik än den som använts kunna brukas? Skulle flexibiliteten i räntorna kunna ökas så att en påverkan på inflation och sysselsättning kan ske, eller är de nordiska länderna dömda att använda olika slag av selektiv politik? I huvudsak är detta en fråga om ekonomins grad av öppenhet. Är räntekänsligheten så stor och reaktionshastigheten så snabb hos kapitalrörelserna att de nordiska länderna alltid måste följa det internationella ränteläget? Ger vår valutareglering oss någon möjlighet till en självständig penningpolitik?

Svaret på denna fråga är empiriskt. Oksanen är i sin kommentar till Thygesens föredrag pessimistisk utom vad gäller Finland. Genberg [1976] har visat hur för Sveriges del med en monetaristisk ansats det förefaller som om valutareservflöden helt motverkar försök till inhemska penningpolitik. Självt har jag även tidigare varit pessimist, se Lybeck [1975]. Anledningen var upptäckten att utbudet av pengar även på mycket kort sikt syntes anpassa sig till efterfrågan, vilket i kombination med en ur penning-

marknadens synvinkel exogen räntenivå omöjliggör penningpolitik. Senare års studier av kapitalflödesekvationer har gjort mig något mer optimistisk. Räntekänsligheten förefaller inte att vara så hög att penningpolitik skulle helt motverkas, i varje fall inte på något kortare sikt, se Lybeck [1977]. Liknande resultat har även framkommit för Norge, se Lybeck [1978a].

Jag skulle därför vilja förorda en mer aktiv och marknadskonform räntepolitik för att empiriskt fastställa om en sådan politik kan lyckas.

Det förefaller mig dock vara uppenbart att den institutionella ramen i Sverige mer än i de andra nordiska länderna försvårar en sådan aktivare penningpolitik. Vi brukar urskilja tre medel, vilka kan kallas penningpolitiska eller generella, emedan de verkar via räntebildningen och inte via föreskrifter för finansinstitutens placeringar: Riksbankens köp och försäljningar av statspapper, förändringar i riksbankens diskonto, förändringar i de kassakvoter som banksystemet måste uppfylla. Här har Danmark, Norge och Finland valt var sitt medel, medan Sverige helt i onödan försvårat en aktivare penningpolitik.

För att "operationer i den öppna marknaden" skall kunna användas fordras för det första att räntebildningen på dessa obligationer är helt fri. För det andra underlättas sådana operationer, om obligationerna hålls av allmänheten (företagen och hushållen) och inte bara av bankväsendet. Effekterna av en ränteförändring slår då mycket snabbare direkt på de sektorer man ytterst önskar påverka.

Den närmaste förebilden i Norden är de danska bostadsobligationerna. På denna marknad skulle Centralbanken kunna kraftigt påverka hushållens beteende. För Sveriges del omöjliggörs effekt på grund av att hushållen och företagen inte alls håller räntebärande statspapper. Ett första steg måste därför vara att se till att främst företagssektorn får ett statspapper att placera pengar i, som är konkurrenskraftigt med specialinlå-

ning eller utlåning på den "grå marknaden". En utvidgning av marknaden för skattkammарväxlar utöver banksystemet förefaller att vara en relativt enkel men effektiv åtgärd. Variationer i avkastningen på skattkammарväxlar skulle då kunna binda eller frigöra likvida medel hos företagen. Vad avser hushållen försvåras givetvis en mer varierad räntepolitik av de höga marginalsatserna, som gör att incitamentet till finansiella omplaceringar är mycket litet.

Ett annat tillvägagångssätt skulle vara att som i Norge variera kassakvoterna oftare än vad som skett i Sverige. I varje fall på kort sikt skulle då likvida medel hos bankerna kunna styras. För Sveriges del finns här en del idiotiska regler, som styr kassakvotens effekt. För det första har man valt att inkludera de medel som bankerna måste hålla enligt kassakvoten även i täljaren i likviditetskvoten. En höjning av kassakvoterna kan därför motverkas på lite sikt genom att bankerna drar ner på andra likvida tillgångar, tex köper färre skattkammарväxlar. Endast på mycket kort sikt nås därför det avsedda resultatet: att söka tvinga bankerna till större upplåning i riksbanken till höga kostnader.

Den sistnämnda aspekten kan synas konstig, men beror på en annan idioti i utformningen av kassakvoterna. Ränta betalas nämligen endast på de kassamedel som bankerna enligt sina kvoter håller i riksbanken, ej på överskott utöver denna kvot. Självklart skulle en starkare effekt uppnås på bankernas vilja att hålla kassareserver, om ränta betalades på de totala reserverna, eller endast på överskottsmedel.

En tredje väg och den i Finland närmast valda är att se till att bankerna alltid har en stor upplåning i centralbanken. Diskontohöjningar och upplåningsbegränsningar tvingar då snabbt bankerna att dra ner på sin utlåning. I denna utformning av diskontopolitiken som liknar Sveriges under åren 1969-70 får då politiken mycket selektiva effekter på banksystemet. Vissa banker kanske inte lånar i centralbanken. Jfr Stockholms

Enskilda Bank före 1972!

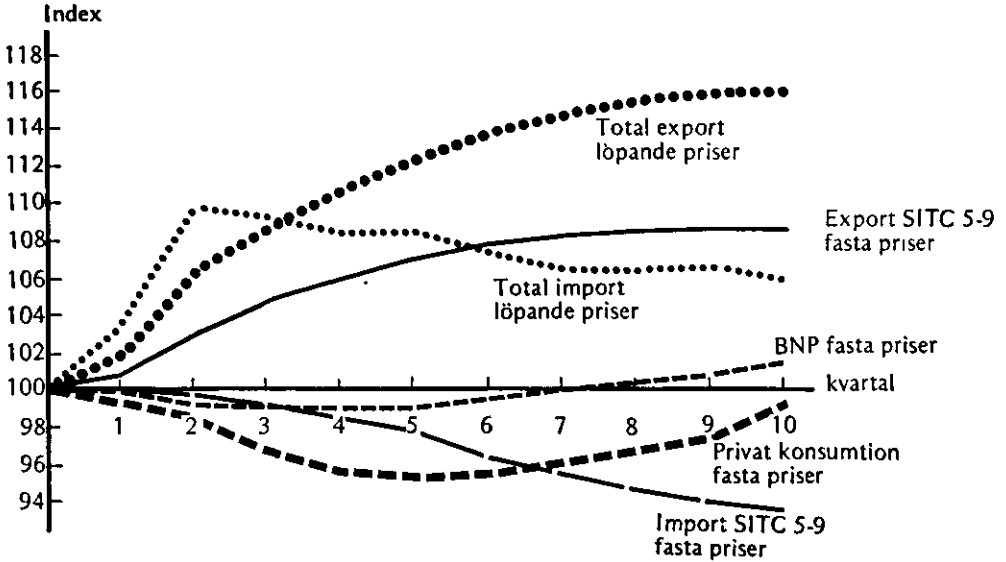
För att sammanfatta: Jag är benägen att tro att penningpolitik skulle kunna användas i varje fall på kort sikt, om vissa smärre institutionella förändringar kom till stånd. Eller annorlunda uttryckt: Med en effektivare utformning av penningpolitiken skulle vi under loppet av ett par kvartal troligen kunna ha en från omvärlden avvikande räntesättning.

Och så till frågan vilka effekter penning- och kreditpolitiken haft eller kan ha på inflation, sysselsättning och efterfrågan i ekonomin. Samtliga studier jag har sett för Norden har visat att ränteförändringar haft mycket små effekter på real efterfrågan. Förutom de av Thygesen givna referenserna vill jag även hänvisa till Konjunkturinstitutets enkätundersökning [1973] och Finlands Banks ekonometrisk modell [1972]. De låga räntekänsligheter som redovisas här och i Lybeck [1977] kan dock inte tas som intäkt för att inte ränteförändringar i en mer flexibel institutionell ram skulle få större effekt. Det är ju ett välkänt fenomen att priselasticiteten går mot noll, när restriktioner läggs på ett ekonomiskt system.

Thygesen berör även de effekter som kreditpolitiken i form av kreditstopp haft på ekonomin enligt den svenska STEP-modellen, Lybeck [1977]. Även i den finska modellen finns dock effekter av "availability of credit", Bank of Finland. För Norges del har jag konstruerat ett index för kreditransonering, vilket skulle kunna användas i olika efterfrågefunktioner för att undersöka effekten av kreditransonering.

Thygesens översikt måste dock kompletteras vad avser effekterna av penningpolitiken på inflationstakten. Här föreligger nu en del resultat inom ramen för STEP-modellen, som visar hur olika penningpolitiska instrument påverkar pris- och lönebildningen. Den form av modell som används har delvis beskrivits av Ettlín [1977]. Tanken är att EFO-sambanden får gälla på längre sikt. På kort sikt däremot kan olika eftersläpningseffekter liksom ekonomins kapaci-

EFFEKTEN PÅ OLIKA VARIABLER I SVERIGE AV EN EFFEKTIV DEVALVERING PÅ 10 % ENLIGT STEP-MODELLEN



tetsutnyttjande påverka fördelningen av förädlingsvärdet på löner och driftsöverskott och även influera prisbildningen.

I detta system har ränteförändringar en huvudsakligen kostnadsförändrande effekt, eftersom de reala effekterna av en ränteförändring befunnits vara små. Kreditpolitiken kan givetvis i högre grad styra inflationstakten åt önskat håll, eftersom priser och löner på kort sikt påverkas av ekonomins efterfrågesituation och kapacitetsutnyttjande.

Thygesen har uppenbarligen räknat valutapolitiken till ett penningpolitiskt instrument. Det är därför intressant att se hur en devalvering verkar i STEP-modellen. Detta anges i *diagram 1*, hämtat ur *Konjunkturer och svensk ekonomisk politik* [Lybeck 1978b]. På den horisontella axeln anges antalet kvartal efter devalveringen; på den vertikala procentuella förändringar i olika variabler jämfört med en annan politik. Siffran 118 innebär således att variabeln ligger 18 procent högre än den skulle ha gjort utan devalvering.

Som synes leder devalveringen med en viss eftersläpning till att real export stiger och real import faller. Exporten i löpande priser stiger snabbare än exporten i fasta priser, eftersom exportpriserna påverkas av de höjda kostnaderna. Vi ser av skillnaden mellan kurvorna att efter 2-3 år har effekten av devalveringen på "terms-of-trade" i stort sett helt uppvägs av den inducerade ökningen i exportpriserna.

Eftersom importpriserna stiger i stort sett omedelbart och exportpriserna först så småningom samtidigt som volymerna reagerar långsamt kommer bytesbalansen först att försämrans av en devalvering. Först efter 3-4 kvartal uppnås enligt modellen en positiv effekt (jfr den så kallade J-kurvan).

Som framgår av diagrammet är effekterna av devalveringen på den privata konsumtionen utomordentligt kraftiga. Först efter ca tre år har konsumtionen återhämtat sig. Härigenom kommer även BNP att påverkas negativt av en devalvering på något års sikt.

Referenser

- Bank of Finland [1972], "A Quarterly Model of the Finnish Economy", *Research Study D:29*
- Ettlin, F, [1977], "Arbetskostnader, priser och exportmarknadsandelar", *Skandinaviska Enskilda Bankens kvartalsskrift*, nr 1-2
- Genberg, H [1976], "Aspects of the Monetary Approach to Balance-of Payments Theory: An Empirical Study of Sweden", i J A Frenkel och H G Johnson, red, *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Allen & Unwin
- Jaffee, D M, [1974], "Kapitalmarknad, bostadspolitik och penningpolitik i Sverige och USA", *Skandinaviska Enskilda Bankens kvartalsskrift*, nr 2
- Konjunkturinstitutet [1973] "Effects of Credit Policy", *Occasional Paper*, no 7
- Lybeck, J A, [1975], "Swedish Monetary and Credit Policy: From Disequilibrium Toward Equilibrium? And - is that Feasible?" Paper presented at the Conference on the Monetary Mechanism in Open Economies, Helsinki, August 1975
- [1977], "Effekterna av Riksbankens kreditpolitik på konsumtionen, investeringarna och importen av utländskt kapital", *Skandinaviska Enskilda Bankens kvartalsskrift*, nr 1-2
- [1978a], "Effekterna av penningpolitik och kreditpolitik: teori och empiri med hänsyn till det norska systemet", *Sosialøkonomen*, nr 2
- [1978b], *Konjunkturer och svensk ekonomisk politik*, Rabén & Sjogren