

Primitiv — sa Myhrman om svensk penningpolitik

I föregående nummer av Ekonomisk Debatt levererade Johan Myhrman grav kritik mot uppläggningsen av svensk penningpolitik. De myhrmanska teserna anges kort och kärnfullt redan på de första sju raderna i hans artikel. Låt mig rekapitulera dem här.

- a) Penningpolitikens teori och empiri har utvecklats mycket snabbt under de senaste femton åren.
- b) Svensk penningpolitik har blivit egendomligt opåverkad av dessa framsteg.
- c) Svensk penningpolitik framstår därför i dag som primitiv och föråldrad.

Jag vill dock genast tillägga att dessa teser kanske ger överdriven uppfattning om vidden av de invändningar som Myhrman anför mot den förda kreditpolitiken. Riksbanken får inte enbart ris utan på en punkt även ros, nämligen ifråga om den *tidsmässiga anpassningen* av åtgärderna sedda från stabiliseringspolitisk synpunkt.

I fortsättningen av Myhrmans artikel görs först en översikt över penningteorin och en sammanfattning av "vad vi har lärt oss" av de senaste femton årens utveckling på detta område. Därefter diskuteras svensk penningpolitik i ljuset av denna teoribildning. Det vore förmodligen av mig — det må uppfattas som en brist eller ej — att göra en egen utvärdering av penningteoriens utveckling

och relevans. Jag inskränker mig därför till några spridda "anteckningar i marginalen". Trådarna dras sedan ut något längre då svensk penningpolitik behandlas, dock med den selektivitet i urvalet av frågeställningar, som är kommentatorns privilegium.

Penningteorin

Självfallet har det inte varit möjligt att redogöra för och diskutera konkreta forskningsresultat i den översikt Myhrman gjort. Jag kan dock inte värja mig från intrycket av att Myhrman tagit de sk monetaristerna mer på allvar än de förtjänar. Om tex anpassningsprocessen à la Brunner-Meltzer är korrekt beskriven vilar det onekligen något av löjets skimmer över teoriens "utveckling".

Vad beträffar de olika punkterna under rubriken "Vad har vi lärt oss" förmodar jag att de två första betraktas som centrala. Där sägs att efterfrågan på pengar är en stabil funktion av ett fåtal variabler och att utbudet av pengar kan kontrolleras av centralbanken, åtminstone på 3—6 månaders sikt. Det ger anledning till några reflexioner. Man kan för det första fråga sig hur allmän-giltig funktionsstabiliteten är i tiden och i rummet. Enligt Myhrman har tio års intensiva studier i USA givit vid handen att den reala penningmängden är en stabil funktion av nationalinkomst och ränta och att studier i andra länder har visat att detta inte bara är karakteristiskt för USA. Såvitt jag begriper är det inte fråga om någon märkligare funktion utan blott en något utvecklad variant av den keynesianska likviditets-preferensfunktionen. Jag hoppas att Myhrman prövar denna funktions stabilitet även på svenska förhållanden.

LARS HANSSON är bankokommissarie i riksbanken där han bl a sysslar med kreditpolitiska frågor. Han är dessutom huvudsekreterare i kapitalmarknadsutredningen.

Även om det faktiskt förhåller sig så att efterfrågan på pengar är en sådan stabil funktion och penningmängden kan kontrolleras utgör detta ändå bara en del av en modell, dvs det finns "öppna ändrar" i form av obestämda värden på nationalinkomst, priser och räntenivå. Jag hyser inga som helst tvivel om att fullständiga modeller finns formulerade som har "slutits" på ett tekniskt oklanderligt sätt. Det är emellertid väsentligt att framhålla att utan att föra in dessa övriga delar i diskussionen är det praktiskt taget ogörligt att bedöma teorierna och att uttala sig om utvecklingen på området.

Under tredje punkten anges det, som det synes, självklara resultatet att penningpolitik och finanspolitik båda har betydelse för den samhällsekonomiska balansen. Jag finner det ändå väsentligt att Myhrman har angivit denna självklara slutsats därför att han tidigare refererat Friedmans uppfattning att finanspolitiken inte har några nämnvärda effekter utan att ta ställning till den. Denna uppfattning grundar sig enligt Myhrman på Friedmans definition av finanspolitik vilken skulle omfatta alla åtgärder i statens budget som inte ändrar penningmängden. Jag förmodar att implicit i detta betraktelsesätt ligger antagandet att finanspolitikens expansiva eller kontraktiva effekter kan avläsas från saldot av statens utgifter och utlåning och dess inkomster och upplåning på marknaden oavsett hur beloppen fördelar sig på dessa poster. Jag kastar gärna över bollen till Bent Hansen, Assar Lindbeck och Lars Matthiessen som uppenbarligen skulle ha ägnat så mycket förspild möda att studera finanspolitikens verkningar. Med Friedmans definition skulle man något oegentligt kunna säga att all finanspolitik som har effekter är penningpolitik! För egen del anser jag detta vara en parodi på vetenskap och det kastar onekligen en skugga över alla de forskningsresultat, som Friedman och hans monetarister framlägger. Jag tycker därför att det varit på sin plats att Myhrman omedelbart tagit avstånd från dessa tankegångar.

Författaren nämner också under tredje punkten att flertalet specialister skulle vara eniga om att penningpolitiken

sannolikt har en något mer direkt påverkan på prisnivå och betalningsbalans än finanspolitiken. Det är alltid av tvevelaktigt värde att göra sådana generaliseringar eftersom både finanspolitik och penningpolitik är så mångfasetterade. Men jag vill ändå sätta ett frågetecken i kanten för penningpolitikens mer direkta påverkan på prisnivån. Såvitt jag kan se är de kreditpolitiska medlens direkta prispåverkan i "fel" riktning. Om man möter överhettningstendenser i ekonomin med höjd ränta och kreditåstramning, är den direkta verkan en kostnadsstegring, samtidigt som man får en efterfrågedämpande effekt. Vad den senare beträffar finns det emellertid inga möjligheter att begreppsmässigt urskilja verkningar på priser och sysselsättning.

Till den sista punkten under nämnda rubrik, slutligen, vill jag bara foga den lilla kommentaren att om penningmängden skall vara både den variabel som kontrolleras och den som tjänar som indikator på effekterna, ökar onekligen förutsättningarna att "lyckas" i politiken.

Det är inte lätt att dra ut kontentan av innehållet i Myhrmans "vad-har-vil-lärt-punkter". Ett ganska intressant experiment skulle vara att göra en enkät bland s k specialister och låta dessa kommentera resultatssammanfattningen. Jag är inte övertygad om att enigheten är så stor som Myhrman låter antyda.

Det kanske inte är någon särskilt meningsfull uppgift att sortera ekonomer i olika skolor. Om jag ändå skulle göra ett försök, är mina intryck närmast att Myhrman faller in någonstans mellan post-keynesianer och monetarister; han tror att finanspolitiken har stabiliseringspolitiska effekter men han har samtidigt monetaristens starka övertygelse om penningmängdens allt överskuggande betydelse för penningpolitiken. Jag är rädd för — ehuru inte säker på — att han därmed också satt sig mellan två stolar så att han faller ner i en samling teoretiska komplikationer.

Medan vi ännu befinner oss på den "teoretiska" avdelningen må det kanske tillåtas att jag gör en analogi med finanspolitisk teori. Av Tinbergen och Bent Hansen har vi lärt oss att stats-

utgifter och statsinkomster av given storlek inte kan tillmätas bestämda verkningar därför att detta kan uppnås genom en rad olika kombinationer av åtgärder och varje kombination har sina realekonomiska verkningar. På samma sätt kan en given penningmängd uppnås genom olika åtgärder och jag tror att man även i detta fall kan få tämligen skilda effekter på den reala ekonomin beroende på vilken utformning av politiken man valt. Penningmängden är bara en liten del av ett nätverk av finansiella tillgångar och skulder. "Kommunikationerna" i detta system är sannolikt inte så utvecklade att det inte skulle spela någon roll var man gör ingreppen. Myhrman gör enligt min mening en irrelevant iakttagelse då han anför att man inte stoppar den totala kreditgivningen genom att strypa någon enstaka kreditkälla. Han jämför detta med att man inte kan hindra vattnet från att rinna genom en sil genom att täppa till några av hålen. Poängen är emellertid att vattnet då rinner långsammare igenom och det är just motsvarande effekt man vill uppnå vid en kreditåstramning, dvs att kreditströmmen blir mindre per tidsenhet under en viss period. Även om jag sålunda är övertygad om att det är av betydelse för verkningarna var och hur man gör ingreppen i kreditgivningen är jag å andra sidan medveten om att de finansiella restriktionerna inte är absoluta, vilket gör det svårt att få ett grepp på de realekonomiska verkningarna av penningpolitiken.

Svensk penningpolitik

Som framgått ovan, är mitt intryck närmast att för Myhrman är penningmängden så central från stabiliseringspolitisk synpunkt att den primära ekonomiskpolitiska uppgiften därför är att hålla kontroll på den, medan det sätt på vilket detta sker synes vara en sekundär fråga.

Det är mot denna bakgrund något förvånande att den efterföljande diskussionen om den kreditpolitik, som förts häri landet, praktiskt taget uteslutande rör *valet* av medel, vilket granskas såväl från resursallokeringssynpunkt som från stabiliseringspolitisk synpunkt. Det visar sig också att den kritik av den för-

da politiken som rör resursallokeringen har fått baseras på ekonomisk teori som är helt fristående från penningteorin. Jag skall återkomma till detta senare. Låt mig här bara sammanfatta Myhrmans kritik. Den säger helt enkelt att riksbanken genom användande av likviditetskvoter, utlåningstak och andra "kvantitativa" medel bedriver en kreditpolitik, som har ogynnsamma verkningar på resursallokeringen och — här kommer vi till det väsentliga från stabiliseringspolitisk synpunkt — detta helt i onödan då nämnda medel enligt Myhrman inte har några effekter på penningmängden, dvs på den variabel som en effektiv politik bör inrikta sig på att kontrollera. Medlen skulle med andra ord vara i stort sett verkningslösa från sistnämnda synpunkt.

Det här är naturligtvis frågor som kan penetreras ur många aspekter. Man kan först och främst diskutera om penningmängden är den strategiska variabel som förutsättes. Jag har uttryckt mina tvivel härpå. Men det har skrivits många tusen sidor om detta. Jag tar mig därför friheten — eller är fräck nog — att förbigå denna fråga och diskuterar i det följande från samma utgångspunkter som författaren.

Nästa fråga blir då: är det verkligen sant att utlåningstak m fl "kvantitativa" medel inte påverkar penningmängden? Myhrman konstaterar att penningmängdens ökningstakt visar ett närmast perfekt anticykliskt mönster i Sverige och riksbanken får en eloge för tidsanpassningen av penningpolitiken även om han anser det svårt att bedöma om styrkan i åtgärderna varit den rätta. Helt konsekvent med den förda argumentationen anger Myhrman detta som resultatet av de sk traditionella medlen diskontopolitik och marknadsoperationer, som utnyttjades samtidigt med de "kvantitativa". Jag vill emellertid hävda att även de sistnämnda medlen har effekter på penningmängden.

Essensen av det exempel Myhrman valt är att om bankerna genom utlåningstak förhindras att använda en "överskottskassa" till att expandera sin reguljära utlåning, köper de i stället värdepapper på marknaden. "Kassamedel" strömmar alltså under alla omständighe-

ter ut på marknaden för att sedan "so oder so" flyta in som inlåning. En ökning av penningmängden kommer således till stånd oavsett i vilken form bankerna placerar sina överskottskassor.

Exemplet kan verka bestickande. Bilden överensstämmer emellertid inte med de förhållanden som rådde under högkonjunkturen 1969—70 då riksbanken tillämpade en form av utlåningstak. Det fanns inga "överskottskassor" utan bankerna hade en betydande och betungande upplåning i riksbanken. Bankernas primära intresse i det läget var att begränsa eller skära ned utlåningen för att klara utlåningstaket och — och här kommer poängen — de medel bankerna kunde komma över användes för att återbetala lånen i riksbanken. Det var också ett säkert sätt att förbättra likviditetskvoterna eftersom upplåningen i riksbanken ingår som avdragspost i likviditetskvoternas täljare.

Med en kostnadskrävande sådan upplåning hade bankerna givetvis inget intresse av att köpa stats- eller bostadsobligationer på "marknaden" och därmed göra sig av med kassamedel. Även om medel helt eller delvis strömmat tillbaka till banksystemet hade detta knappast varit någon större tröst för den individuella banken, som står i begrepp att företa obligationsköpen. Att köp på marknaden är praktiskt taget otänkbara under sådana åtstramade kreditmarknadsförhållanden som rådde 1969—70 framstår som än mer uppenbart om man vet att bankerna genom s k punktavlyft av byggnadskrediter kan säkerställa en ökning av innehavet av bostadsobligationer utan att förlora kassamedel. Punktavlyft innebär nämligen att en bank köper av bostadsinstitutet nyemitterade obligationer mot att dessa institut åtar sig att lyfta av byggnadskrediter i banken ifråga till motsvarande belopp. Eftersom bostadsobligationerna men inte byggnadskrediterna ingår i likviditetskvotens täljare och inga kassamedel går förlorade, medför denna operation en omedelbar ökning av nämnda kvot. Det bör kanske tilläggas att avlyft av bostadsbyggnadskrediter inte underlättat för bankerna att uppfylla kraven vad gäller utlåningstaken då bostadsbyggnadskrediter ej inräknas i den s k övriga utlå-

ning för vilka taken gällt.

En invändning mot det här förda resonemanget är naturligtvis att bankerna, med de höga räntor som gällde för deras upplåning i riksbanken, skulle ha skurit ned sin utlåning i samma utsträckning även om det inte funnits något utlåningstak. Verkligheten kan inte spelas om med någon variation i förutsättningarna, så att skillnaderna i utveckling framstår som uppenbara. Jag kan därför endast med mina erfarenheter från den tiden försäkra att man inte nått samma kraftiga neddragning av utlåningen utan ett tak för denna. Det bör observeras i detta sammanhang att upplåningsvillkoren i riksbanken var avhängiga av bl a bankernas anpassning av kreditgivningen till utlåningstaket. Man må hysa olika uppfattning om nödvändigheten av en sådan drastisk nedskärning men jag är övertygad om att det råder allmän enighet i bankvärlden att utlåningstaket hade effekt på kreditgivningen.

För att återknyta till frågan om effekterna av utlåningstaket på just penningmängden, kanske man lätt drar slutsatsen att inlåningen inte skulle beröras och således ej heller penningmängden eftersom en begränsning av utlåningen ger ökade kassamedel som användes för att återbetala lån i riksbanken. Minskad utlåning skulle således motsvaras av minskad riksbanksupplåning på skuldsidan. Detta gäller emellertid endast vid en partiell analys av den individuella banken. Bankernas sammanlagda kassaställning bestäms emellertid i stort av faktorer, som ligger utanför deras eget inflytande. Inom denna ram kommer därför ökade kassaöverskott eller minskade underskott i en bank att leda till ökade underskott eller minskade överskott i en annan bank. Minskad riksbanksupplåning för en bank leder till ökade upplåningsbehov för en annan. En begränsning av utlåningen leder genom denna process till en nedpressning även av inlåningen. Detta var också vad som skedde vid tillämpningen av utlåningstak under 1969—70.

Det skall tilläggas att den här givna bilden naturligtvis inte framträdde i renodlad form. Många andra faktorer inverkar också på kreditmarknadsläget.

Mest uppmärksammas var det kraftiga valutautflödet, som medförde en "automatisk" försämring av bankernas inlåningsutveckling och kassaställning. Den förda kreditpolitiken syftade förutom till att dämpa överhettningen i ekonomin också just till att minska detta utflöde och vända det till ett inflöde. Bankerna kunde kanske i någon mån bidra till denna utveckling och på så sätt förbättra sin egen kassalikviditet genom att förmå företagen att "ta hem" sina valutatilgångar.

I framställningen ovan har analyserats ett konkret och aktuellt fall då bankerna haft en betydande upplåning. Låt oss även föra in i diskussionen det fall som Myhrman haft i tankarna, nämligen då bankerna har ett bättre likviditetsläge. Bankerna har visserligen inga överskottskassor — och ej heller kassor överhuvud taget annat än helt obetydliga belopp — om man därmed menar medel innestående på checkräkning i riksbanken utöver vad kassakvotsbestämmelserna föreskriver, men säg att de har en inte obetydlig dagsutlåning till riksgäldskontoret. Om bankerna därvid på grund av utlåningstak eller likviditetskvot anser sig förhindrade att öka utlåningen, kanske, de i stället köper bostadsobligationer och statspapper med inte alltför lång återstående löptid. Men marknaden är i stort sett begränsad till några få större institutionella placerare — försäkringsbolag och allmänna pensionsfonden. Med placeringskvoter eller allmänt fasta placeringsvanor för dessa kreditinstitut kommer de att efterfråga stats- och bostadsobligationer med längre löptid, vilket kan mötas med marknadsoperationer eller försäljning av nyemitterade statspapper. Därmed sker ej heller något återflöde av medel till bankerna. Kvoterna fyller således här funktionen att underlätta genomförandet av operationer av detta slag.

Även om "kvantitativa" medel, såsom här påvisats, kan påverka penningmängden, är det givetvis ändå berättigat av Myhrman att ifrågasätta valet av medel. Kreditpolitiken skulle ju kunna bedrivas enbart med de sk traditionella medlen. En tredje fråga med anledning av Myhrmans kritik är därför om det har varit och är onödigt att tillgripa "kvantita-

tiva" åtgärder med tanke på dessas förment ogynnsamma effekter på resursallokeringen.

Jag skall diskutera denna fråga ur tre olika synvinklar. För det första vill jag understryka att med det ansvar som riksdagen uttryckligen ålagt riksbanken ifråga om att skapa de finansiella förutsättningarna för att det av regering och riksdag beslutade bostadsbyggnadsprogrammet skall kunna genomföras, har utnyttjande av enbart de traditionella medlen aldrig framstått som ett aktuellt handlingsalternativ för riksbankens del. För att det skall bli det i framtiden, fordras en ändring av de förutsättningar som nu gäller för bostadsfinansieringen, dvs kreditpolitiken måste omprövas i ett vidare perspektiv.

För det andra känner jag mig inte övertygad om att de kvantitativa åtgärderna kan undvaras om man snabbt behöver nå väsentliga stabiliseringspolitiska effekter. Jag är medveten om att detta argument alltid kan bemötas på ett principiellt plan varvid man hävdar att det är bara en fråga om att ta till tillräckligt kraftiga förändringar i de medel, som utnyttjas. Det är emellertid inte utan vidare givet att mycket drastiska höjningar av räntan är att föredra framför att utnyttja en bredare uppsättning av medel. Detta är något som man är klar över i de flesta industriländer och Myhrmans beskrivning av förhållandena i andra länder är på denna punkt vilseledande. Men det är en ganska vanlig missuppfattning att Sverige är tämligen enastående vad gäller att utnyttja andra kreditpolitiska medel än de traditionella. I själva verket är det svårt att finna undantag från regeln att sk kvantitativa eller dirigerande medel användes i icke obetydlig omfattning. Limiter för upplåning i centralbanken och varierande räntesatser för olika slag av sådan upplåning är inga ovanliga inslag. Tak på bankernas utlåning har tillämpats i stor utsträckning. I Västtyskland, som torde vara ett av de få länder i Västeuropa som inte använt detta medel, överväger man för närvarande ett införande. Det är sant att Bank of England lagt om sin politik i mer liberal riktning, men man står nu också inför allvarliga påfrestningar på denna politik. Parentetiskt

vill jag också tillägga att det synes mildt sagt kränkande att, som Myhrman gör, inräkna Norge bland de mer ofullständigt industrialiserade västeuropeiska länderna, och därmed bland de länder som bör uteslutas vid en jämförande studie.

För det tredje, slutligen, vill jag ta upp frågan om själva sambandet mellan kreditpolitikens utformning och en effektiv resursallokering. Jag tror i och för sig att det är riktigt att det i en ekonomi som den svenska måste finnas väsentliga inslag i tävlan och konkurrens för att uppnå en effektiv resursallokering. Det som gör mig dyster är att Myhrman avfärdar hela problemet så lättvindigt. För honom är valet enkelt. De traditionella medlen är överlägsna de kvantitativa därför att de är de enda som kan passas in i ett frikonkurrenssystem i vilket man under vissa förutsättningar säkerställer ett effektivt utnyttjande av samhällets resurser. Det är magnifikt! Men man frågar sig genast om modellen har tillräcklig förankring i verkligheten. Det är uppenbart att systemet inrymmer mycket speciella antaganden och att frikonkurrens i modellteknisk mening är något annat än vad man menar härmed i dagligt tal. Läger man härtill den osäkerhet som kreditgivning och investeringsverksamhet är förenad med och de skillnader i risker, riskvärdering och riskaversion som finns involverade och som påverkar agerandet framstår frikonkurrensmodellens förutsättningar — om jag inte är alltför obehövrad i ämnet — som föga verklighetstroga. Jag tror att man mycket väl skulle kunna konstruera modeller i vilka en viss kreditransonering har gynnsamma effekter från resursfördelningsynpunkt. Detta synes emellertid inte vara nödvändigt för att man skulle kunna hävda att den ekonomiska teori om effektiv resursallokering som Myhrman hänvisar till är alltför bräcklig för att den skall få utgöra den helt avgörande grunden för uppläggnings av kreditpolitiken. Med rådande osäkerhet om effekterna på resursallokeringen av kreditpolitiken utformad på det ena eller andra sättet är det enligt min mening befogat att fästa ökad vikt vid de stabiliseringspolitiska konsekvenserna. Det bör understrykas att jag inte vänder mig mot ut-

nyttjandet av de traditionella medlen — jag ser dem som ett grundläggande inslag i kreditpolitiken och det finns härvidlag ett inte obetydligt spelrum för alternativa utformningar — utan mot ett kategoriskt förespråkande av att *enbart* dessa medel skall användas.

Primitiv — föråldrad?

Jag vill vid ett försök till uppsummering av de olika synpunkter jag framlagt genast medge att de innehåller föga av konstruktiva bidrag. I stort sett har jag "predikat" den gyllene medelvägen varav följer att slutsatserna på intet sätt framstår som märkliga. Jag tror att penningpolitiken har en viktig roll att spela men inte i den utsträckning som de s k monetaristerna anser. Enligt min uppfattning har de traditionella penningpolitiska medlen ej den närmast oantastliga grundval, som Myhrman synes vilja påstå och som i hans ögon predestinerar dem till att bli de exklusiva eller i varje fall helt dominerande instrument för kreditpolitiken. Min bedömning är att den arsenal av kreditpolitiska medel, som finns, har behövts och att s k kvantitativa åtgärder kommer att vara svåra att undvara även i fortsättningen. Det utesluter givetvis inte att det finns ett icke obetydligt utrymme för alternativa utformningar av politiken, bl a beroende på den tonvikt man lägger på olika målsättningar och på vilka lösningar man söker sig fram till på olika finansieringsproblem.

Föråldrad, säger Myhrman om svensk penningpolitik. Betyder det att den skulle ha varit mer ändamålsenlig förr? Skiljelinjerna har nog alltid funnits. Jag tycker ändå att vi befinner oss i ett gott — och stort — sällskap. Primitiv? Knappast mer än den teori Myhrman använder för att motivera en renodlat traditionell politik, skulle jag vilja säga.

Det må vara att konfrontationen har blivit litet häftig emellanåt, men jag vill gärna uttrycka förhoppningen att detta inte skall leda till en ökad polarisation utan bidra till att vidga kunskapen och förståelsen av problemen. En viss spänning mellan forskaren och praktikern tror jag dock bara är nyttig.