

# Repliker och kommentarer\*

PETER ENGLUND  
PER KRUSELL

## Att mäta penningmängden

*Peter Englund och Per Krusell presenterar penningmängdens utveckling under 80-talet enligt olika definitioner. Enligt en vidare definition — och med en monetaristisk tumregel — riskerar vi en inflationsbomb under 1985. Ett snävare penningmängdsmått leder däremot till slutsatsen att penningmängdsutvecklingen är förenlig med regeringens inflationsmål.*

En av de centrala uppgifterna för den ekonomiska politiken i Sverige idag är att motverka budgetunderskottens tendenser att öka likviditeten i samhället alltför snabbt. Den förda politiken kan synas ha varit framgångsrik i detta avseende. Penningmängdens ökningstakt, sådan den mäts av riksbanken, har under de två senaste åren legat omkring eller under 10 procent; en nivå som nog kan anses rimligt förenlig med av regeringen angivna inflationsmål.

### Varför penningmängd?

I modern makroteori tillmäts penningmängden betydelse för inflationsut-

vecklingen. Det gäller även i de eklektiska läroböckerna med stort inslag av keynesiansk analys vilka dominerar undervisningen i makroteori vid såväl svenska som amerikanska universitet (t ex Dornbusch och Fischer [1984] och Gordon [1984]). Det finns här inte anledning att närmare gå in på varför så är fallet. Vi kan bara konstatera att teorin tar sin utgångspunkt i portföljvalsmoddeller där det antas råda en stabil relation mellan allmänhetens efterfrågan på pengar och centrala ekonomiska variabler som nominell nationalinkomst och olika räntor.

Portföljvalsmodellen särskiljer tillgångar efter deras grad av likviditet, dvs den lätthet med vilken de kan användas som betalningsmedel. Det handlar både om direkta kostnader i form av uppsägningsavgifter o dyl och om säkerhet om tillgångens värde vid ett framtida transaktionstillfälle. Pengar utgör här de mest likvida tillgångarna. Det är långt ifrån självklart hur vitt detta aggregat bör göras, och i praktiken förekommer många olika definitioner. I den snävaste (M1) inkluderas bara kontanter och checkräkningsmedel, dvs sådant som är direkt användbart som betalningsmedel. Vidare definitioner (M3 och dyl) inkluderar också me-

\* I denna avdelning valkomnas kommentarer till tidigare bidrag samt korta inlägg med ekonomisk-politisk anknytning.

del på andra typer av bankräkningar där, utöver olägenheten att uppsöka bankkontor (eller bankomat), även vissa uttagsavgifter kan förekomma.

Med en ytterligare utvidgning kan även obligationer tas med. För att kunna betecknas som likvida måste dessa ha kort löptid, annars blir kursrisken för stor, samt handlas på en väl fungerande andrahandsmarknad så att de kan avsättas när som helst utan större kostnad. Ett sådant vidare aggregat brukar benämnas "liquidity" (L), och skulle i Sverige kunna innefatta bankcertifikat och statsskuldväxlar. Där emot måste nog en gräns dras mot andra penningmarknadspapper — finansbolagsreverser, kommuncertifikat etc — där marknaden är tunnare.

Det finns inget självklart "korrekt" sätt att definiera penningmängden. Valet mellan ett vidare och ett snävare aggregat kan inte avgöras a priori. Det måste bestämmas av hur väl portföljvalsmodellens antagande om en stabil efterfrågerelation är uppfyllt. Det säger emellertid sig självt att, vare sig man väljer en snävare eller vidare definition, ska alla tillgångar som av placerarna uppfattas som i stort sett perfekta substitut tas med. Om en typ av starkt likvid obligation inräknas, så får inte en annan lika likvid glömmas bort.

#### Innovationer på penningmarknaden

På finansiella marknader, likaväl som andra marknader, sker stundtals en snabb produktutveckling. Nya konton och tillgångar kommer till och gamla försvinner eller minskar i betydelse, särskilt i samband med att gamla regle-

ringar tas bort, eller att nya tillskapas. Om man inte tar hänsyn till detta vid definitionen av penningmängden riskerar man att få en missvisande bild. Utvecklingen i Sverige på senare år är ett bra exempel på detta.<sup>1</sup>

Den gängse svenska definitionen av penningmängd är "allmänhetens inlåning i bankinstituten, bankcertifikat netto samt allmänhetens innehav av sedlar och mynt" (*Kredit- och valutaöversikt*, diagram 13). Innehållet i denna definition har emellertid ändrats genom åren. Fram till mitten av 1960-talet bestod posten "inlåning i bankinstituten" så gott som uteslutande av olika sorters bankräkningar med diskontoanknutna räntevillkor. Därefter började den sk specialinlåningen av stora belopp till speciella, individuellt förhandlade villkor att växa. Från likviditetssynpunkt är specialinlåning fullt jämförbar med övrig bankinlåning, och det är därför helt naturligt att låta den ingå i penningmängden. I januari i år utgjorde specialinlåningen ca 14 procent av penningmängden.

Från mars 1980 har en del av de tidigare specialinlåningsmedlen kunnat placeras i bankcertifikat, dvs av banker utgivna obligationer med upp till ett års löptid. Även dessa har kommit att inkluderas i den av riksbanken presenterade penningmängdserien. Detta kan tyckas naturligt, eftersom certifikaten — allra helst sedan en andrahandsmarknad etablerats — uppenbarligen kommit att uppfattas som nära substitut för specialinlåning; deras ränta följer varandra nära, även om differenser på någon procent periodvis har noterats. I och med att certifikaten är obligationer med en viss risk för kursfluktuationer kan penningmängdsdefinitionen sägas ha vidgats något från mars 1980.

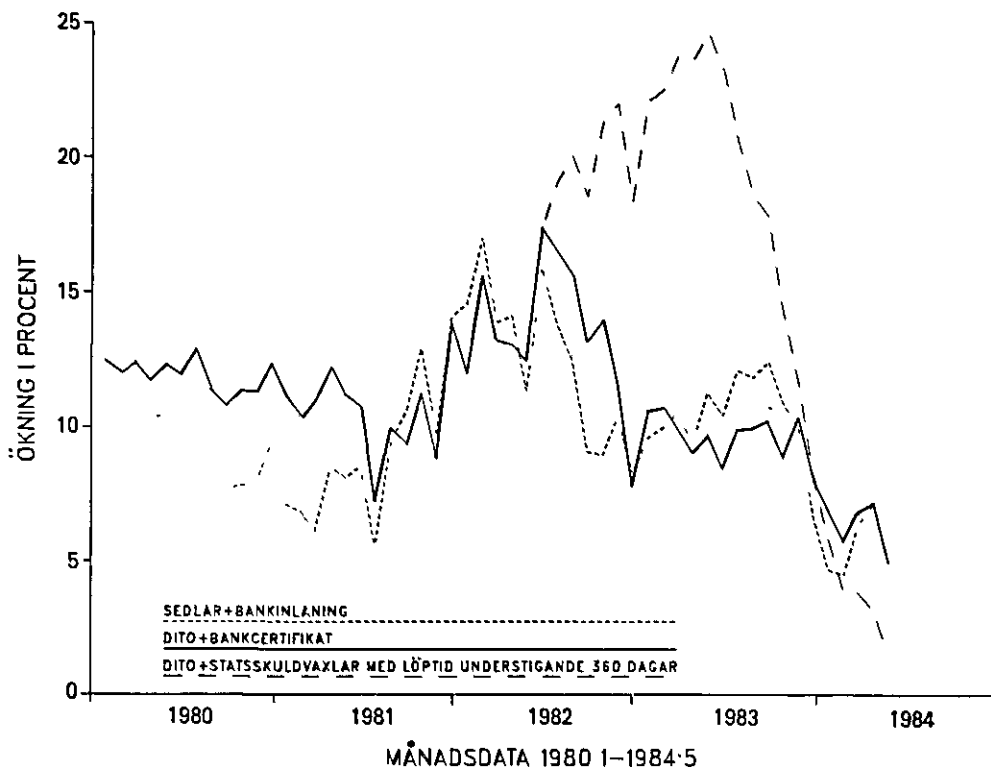
Nästa innovation kom i juli 1982 när

*Ekonom dr PETER ENGLUND är forskare vid Institutet för internationell ekonomi vid Stockholms universitet. Han var sekreterare i Kreditpolitiska utredningen.*

*PER KRUSELL är civilekonom och doktorand i nationalekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm.*

<sup>1</sup> Motsvarande problem, men beroende på andra finansiella innovationer, har man haft i andra länder. Se t ex Hester [1981] och Judd och Scadding [1982] samt uppsatser i *American Economic Review*, Papers and Proceedings, May 1982, 1983 och 1984 för USA och Buiter och Miller [1983] för England.

Diagram 1. 12-månadersförändringar i penningmängden.



riksgäldskontoret började ge ut stats-skuldväxlar. Dessa är för placerarna i allt väsentligt perfekta substitut för bankcertifikat. De har samma tekniska konstruktion och handlas på samma andrahandsmarknad. Enda skillnaden är att de förekommer med löptider på upp till två år. Statsskuldväxlar inräknas emellertid inte i penningmängden.

#### Vilken penningmängd?

Den av riksbanken presenterade penningmängdsserien är således inte jämförbar över tiden. När den används i olika sammanhang som beslutsunderlag — finansplaner och långtidsutredningar — eller för att stödja tesen att riksbanken fört en restriktiv penningpolitik — t ex Eklund [1984] — kan det därför vara missvisande. Vilken bild får

man då om man använder konsistenta definitioner?

I *diagram 1* presenteras penningmängdens förändring enligt tre olika definitioner. Förutom den av riksbanken använda är det en snävare definition där bara bankräkningar (inkl specialinlåning) och sedlar och mynt medräknas och en vidare som tar med såväl bankcertifikat som statsskuldväxlar med löptid understigande tolv månader. Den bild som diagrammet ger är slående. Den vida definitionen uppvisar under 1982 och 1983 ökningstakter som med bred marginal överstiger de bägge andras. Detta är just den period när statsskuldväxlarna började emitteras. Under slutet av 1983 tenderar alla tre serierna att ligga ganska nära varandra och under första halvåret 1984 ger den vidare definitionen den lägsta

ökningstakten. Denna omsvängning mellan de olika seriernas relation avspeglar först övergången till längre statsskuldväxlar och sedan introduktionen av riksobligationerna. Bilden av att penningpolitiken på senare tid blivit mer restriktiv är därför otvetydig.

Penningmängdens utveckling har inget självständigt intresse. Det finns bara anledning att följa den om man tror att den är en god indikator på den framtida utvecklingen av de egentliga målvariablerna för den ekonomiska politiken såsom BNP och inflation. Det finns ingen consensus om huruvida ett vidare eller snävare penningmängdsbegrepp skulle utgöra den bättre indikatorn. Inte minst måste detta val bero på institutionella förhållanden som ändras över tiden och skiljer sig åt mellan olika länder. Det kan tyckas bekymmersamt att två synbarligen rimliga definitioner gett så olika resultat i Sverige de senaste åren. Den vidare definitionen skulle — för den som tror på den monetaristiska tumregeln att penningmängdsökningen

förklarar inflationen med två års eftersläpning — indikera att en inflationsbomb kommer att brisera under 1985, medan utvecklingen av det snävare måttet synes vara förenlig med regeringens inflationsmål. Slutsatsen måste bli att det ligger en fara i att helt förlita sig på *en* definition av penningmängden.

#### Referenser

- Buiter, W. och Miller, M., [1983], "Changing the Rules: Economic Consequences of the Thatcher Regime", *Brookings Papers on Economic Activity*, s 305—380.
- Dornbusch, R. och Fischer, S., [1984], "Macroeconomics", tredje uppl. Mc Graw-Hill.
- Eklund K., [1984], "Den kreditpolitiska revolutionen", *Affarsvärlden*, nr 5.
- Gordon, R.J., [1984], *Macroeconomics*, tredje uppl, Little, Brown and Co.
- Hester, D. D., [1981], "Innovations and Monetary Control", *Brookings Papers on Economic Activity*, s 141—189.
- Judd, J. P. och Scadding, J. L., [1982], "The Search for a Stable Money Demand Function: A Survey of the Post — 1973 Literature", *Journal of Economic Literature*, Vol XX, s 992—1023.