

Replik om penningteori och penningpolitik

Den förda diskussionen om penningteori och riksbankens kreditpolitik har tenderat att bli alltmer teknisk och sannolikt kommit att gå över huvudet på de läsare som inte ständigt konfronteras med hithörande problem. Det är också fråga om en svårgenomtränglig materia, som bl a förutsätter ingående institutionella kunskaper om den svenska kreditmarknadens funktionssätt. Jag skulle i och för sig kunna följa upp flera trådar. Det kunde exempelvis vara värt att diskutera begreppet omloppshastighet, som enligt min mening bara bidrar till att mystifiera penningteorin. Monetär bas är ett annat populärt begrepp som anses strategiskt i penningpolitiska sammanhang. Jag skulle kunna demonstrera att denna storhet — som den vanligen definieras — fullständigt saknar intresse för uppläggnings av penningpolitiken i Sverige. Denna tidskrift är emellertid inte lämpligt forum för att ta upp dessa teoretiska spørsmål. I det följande har jag dels försökt dra fram de punkter där jag och mina meddebattörer — i första hand Myhrman — är eller i varje fall kanske kan bli någorlunda ense, dels vidareutvecklat argumentationen på en del områden.

Bostadsfinansiering och kreditpolitik

I mitt tidigare inlägg framhöll jag att det inte framstått som ett aktuellt handlingsalternativ för riksbanken att utnyttja enbart de traditionella medlen. Det sammanhänger med det ansvar för bostadsfinansieringen som uttryckligen pålagts riksbanken. Detta ansvar innebär att riksbanken skall skapa de finansiella förutsättningarna för att det av statsmakterna fastställda bostadsbyggnadsprogrammet skall kunna genomföras.

Under den tid då det rådde en markant brist på bostäder skulle det sannolikt ha varit möjligt att hålla en högre räntenivå och låta denna slå igenom på hyresnivån utan att för den skull få lägenheter stående outhyrd. Det har emellertid funnits en mer eller mindre klart uttalad målsättning att bostadsbyggandet skall kunna finansieras till rimliga räntor — låt vara att den acceptabla räntenivån inte har varit fastslagen och gränserna sannolikt förskjutits över tiden. Dessa påpekanden innebär inget ställningstagande från min sida vare sig till utformningen av finansieringssystemet för bostadssektorn eller till den reala re-

sursavvägningen. Syftet är bara att ange de ramar som riksbanken haft och har att arbeta inom vid uppläggnings av kreditpolitiken.

Lybeck och Jonung har i sina inlägg anförd ungefär samma synpunkter som förklaring till den faktiskt förda kreditpolitiken. Myhrman hänvisar till att han i en tidigare studie utförligt redovisat riksbankens åtgärder under efterkrigstiden och motiv för dessa. Det må väl ändå vara övriga debattörer förlåtet att vi utgått från innehållet i hans artikel och inte tagit hänsyn till hans andra arbeten. Det väsentliga att notera är emellertid, att vi alla synes vara eniga om att bostadsfinansieringen är en faktor, som måste tas med vid ett försök till förklaring av den faktiskt förda kreditpolitiken.

Stabiliseringspolitiska effekter

Även om Myhrman tillerkänner bostadsfinansieringen betydelse som en viktig del av förklaringen till den förda kreditpolitiken, tror jag man kan tolka hans inställning på så sätt att riksbanken aldrig skulle ha accepterat sin roll, om den haft klart för sig den brist på effektivitet i stabiliseringspolitiskt avseende, som enligt hans uppfattning utmärker utlåningstak och andra s k selektiva medel.

Enligt Myhrmans mening sker återverkningarna av penningpolitiken på den totala reala efterfrågan i allt väsentligt via förändringar i penningmängden och denna påverkas inte av selektiva medel. Jag har uttalat tvivel beträffande det förra påståendet och bestritt det senare med hänvisning till en konkret situation. Det är naturligtvis rätt meningslöst att föra en debatt om jag gendriver en tes, som är grundläggande för Myhrmans kritik av den förda politiken och han sedan inte visar vari mitt eventuella "fel" består utan glider förbi min invändning och blott hänvisar till sin tidigare framställning och något "ceteris paribus" antagande.

Myhrman menar, att om man begränsar bankernas reguljära kreditgivning genom att pålägga ett tak för utlåningen, kommer bankerna i stället att placera medlen i någon annan form, exempelvis bostadsobligationer. Pengarna kommer således ändå ut på marknaden och ökar penningmängden. Jag invände mot detta resonemang att bankerna i vissa situationer, såsom fallet var under kre-

ditåtstramningen 1969—70, i första hand betalar tillbaka sin upplåning i riksbanken och då dras medlen från marknaden.

Detta exempel är i och för sig tillräckligt för att påvisa att den tes Myhrman driver inte har den allmängiltighet han synes tillägga den. Argumentationen kan emellertid föras längre. Det är nämligen inte nödvändigt att relatera till detta mer uppenbara fall då bankerna har lånat upp i riksbanken. Låt oss i stället följa upp Myhrmans eget exempel. Man bör då observera att bankerna över huvud taget inte köper obligationer på någon "marknad" i vanlig mening utan vad som står dem till buds är att göra affärer med AP-fonden och försäkringsbolagen. Bankerna köper därvid vanligen stats- eller bostadsobligationer med förhållandevis kort återstående löptid. Med de placeringskvoter, som tillämpas för försäkringsinstitutionerna, kommer dessa normalt att köpa långfristiga stats- och bostadsobligationer för de genom försäljningen frigjorda medlen och detta utgör ett stöd för emissionsverksamheten. Jag skall inte föra resonemanget vidare i alla dess vindlingar men uppenbart innebär indragningen genom emission av statsobligationer — eller motsvarande marknadsoperationer från riksbankens sida — en indragning som återverkar på penningmängdens tillväxt.

Mot ovan förda resonemang skulle Myhrman eventuellt invända att de angivna operationerna innebär en förändrad nettoställning för den "privata" sektorn gentemot staten och riksbanken medan i hans ceteris paribus antagande ligger att denna ställning skall vara oförändrad. Gentemot detta vill jag emellertid hävda att det är föga meningsfullt att i en analys av stabiliseringspolitikens verkningar "förutsätta bort" ett väsentligt handlingsalternativ för bankerna eller ett reaktionsmönster efter vilket kreditpolitiken arbetar.

Min uppfattning att de sk selektiva medlen kan ha stabiliseringspolitiska effekter står således fast. Det är verkligen ingen märklig slutsats — i motsats till Myhrmans. Jag ber läsaren begrunda detta några ögonblick. Skulle verkligen de åtgärder som vidtogs 1969—70 och som av många närmast ansågs ta död på näringslivets expansionslust för lång tid framöver endast ha medfört vissa omfördelningar av resurser mellan företag utan att ha påverkat den totala ekonomiska aktiviteten ett dyft?! För inte menar väl Myhrman att selektiva åtgärders bristande effektivitet tar sig ut-

tryck i att dess dämpande inverkan på aktiviteten inom industri och handel balanseras av expansiva effekter på den offentliga verksamheten och bostadsbygandet?

Eftersom jag här inte i första hand är ute för att klarlägga i vilken utsträckning våra uppfattningar går isär utan var de kan förenas, vill jag gärna notera att Myhrman inte är helt kategorisk. Han menar att selektiva åtgärder kan ge vissa kortsiktiga effekter. Det väsentliga är dock, framhåller han, att dessa effekter försvinner allteftersom de ekonomiska subjekten anpassar sig till dem och lär sig att förutse dem, såvida inte doseringen av åtgärderna ständigt blir starkare.

Till detta vill jag bara foga följande kommentar. Stabiliseringspolitik syftar just till att uppnå kortsiktiga effekter. I den mån man söker undgå effekterna av denna politik genom en allt större likviditetsuppbyggnad under perioder då tillgången på kredit är god, kan jag inte se att detta inte skulle kunna motverkas på olika sätt. Det borde inte vara alltför svårt att vidtaga åtgärder för att skära ned en överlikviditet som byggts upp i företagssektorn. Riksbanken skulle också kunna hålla en viss kontroll på utlåningsvolymen även under perioder med ett förhållandevis lätt kreditmarknadsläge. En mer allvarlig fråga är däremot att den sk grå marknaden har en tendens att utvecklas och institutionaliseras om inslaget av kreditransonering ökar på den organiserade kreditmarknaden.

För att undvika alla missförstånd vill jag, som avslutning på detta avsnitt om kreditpolitikens verkningar från stabiliseringspolitisk synpunkt, understryka att diskussionen här endast har rört frågan om selektiva åtgärder har stabiliseringspolitiska effekter eller ej. Det har sålunda inte varit fråga om någon jämförelse mellan selektiva och traditionella medels effektivitet i berörda hänseende. Min personliga uppfattning i sistnämnda fråga är i grova drag att traditionella medel kan vara tillräckligt effektiva om riksbanken har full handlingsfrihet att bestämma doseringen och att den svenska kreditmarknaden kan avskämmas någorlunda väl. Även om dessa förutsättningar vore uppfyllda tror jag emellertid att det i vissa lägen krävs så drastiska räntehöjningar att dessa slog mer skoningslöst än ett utlåningstak kombinerat med en begränsad räntestegring. Man behöver bara tänka på de företag som har en stor andel icke räntebundna skulder. I frånvaro av de bindningar som

nu gäller för kreditpolitiken torde de traditionella medlen kunna utnyttjas i större utsträckning, men de behöver ändå s k selektiva eller kvantitativa medel som ett komplement.

Avvägning av kreditpolitiken

Om vi kan bli ense om att utlåningstak etc har stabiliseringspolitiska effekter kan detta få konsekvenser även för den fortsatta vandringen på enighetens väg. Det framgår av följande passus i Myhrmans kommentar till min artikel:

”Min argumentering är alltså att eftersom de selektiva åtgärderna ej har stabiliseringseffekter, men har negativa allokeringseffekter, bör de ej komma till användning. Om det skulle vara så att dessa åtgärder har påtagliga effekter på penningmängden, vilket Hansson tycks anse, är jag helt ense med honom om att det blir ett avvägningsproblem och att den förda politiken i så fall eventuellt skulle kunna vara det bästa valet.”

Jag skulle knappast själv våga ta till så starka ord utan nöja mig mer att säga att den förda politiken kunde anses ganska väl avvägd under rådande omständigheter.

Kreditransonering och resursallokering

Det kan kanske vara värt att också offra några ord på frågan om de, som många menar, ytterst ogynnsamma effekterna på resursallokeringen av en kreditransonering. Jag skall inskränka mig till några jordnära betraktelser efter att ha blivit kritiserad av Myhrman för att hålla mig i ”teoriernas värld” då jag anförde att han byggde sina slutsatser om ogynnsamma allokeringseffekter på en teori med alltför många speciella förutsättningar. Myhrman uppmanar mig att kontakta några av de affärsbanksmän som skall förklara för sina kunder varför de inte kan ge en viss typ av lån. Jag skulle då upptäcka att vi haft problem med kreditförmedlingen i ett par decennier nu. Vad det är fråga om, framhåller han, är att ”tillgängliga krediter fördelas om från samhällsekonomiskt lönsamma projekt till projekt som stöds av folk med goda kontakter”.

Det här är allvarliga problem och jag skulle vara den siste att förringa dem. Man bör dock kanske ge dem något rimligare proportioner. Jag vill inte riktigt tro så illa som Myhrman om bankerna som kreditförmedlare. Det är ju inte till projekt som bankerna ger krediter utan till företag. Såvitt jag förstår måste bankerna visserligen ingående studera före-

tagets utvecklingsplaner men i mycket stor utsträckning får de ändå grunda sin kreditbedömning på de erfarenheter de har om företagsledningens skicklighet och kapacitet. Det betyder sannolikt att fördelningen av lånen inte skulle skilja sig markant om en begränsning av kreditgivningen till en viss volym åstadkoms genom ransonering eller höjning av räntenivån. Det är dock uppenbart att bankerna möter större problem i det förra fallet. De får fler låneansökningar, de måste avslå flera sådana och de konfronteras med fler missnöjda lånesökanden. Enbart av detta skäl kan jag därför se en attraktion i att ”cleara” marknaden genom en anpassning av räntan alldeles oavsett allokeringseffekterna. Det skall tilläggas att bankerna vid en räntehöjning i stället kanske kan vänta klagomål från sådana låntagare som redan tidigare har stora krediter.

Det är således sannolikt att kreditfördelningen skulle bli i stort sett densamma oavsett de kreditpolitiska medel som användes för att begränsa kreditgivningen. Detta resonemang kan föras ännu längre. Det är nämligen inte alldeles givet att de skillnader i kreditfördelning, som ändå sannolikt existerar, alltid går i gynnsam riktning från allokeringssynpunkt till anpassning av räntan jämfört med ransoneringsalternativet. Jag kan föreställa mig att det finns en hel del företag som i och för sig har goda utsikter för en expansion av verksamheten men som styrs av en försiktig ledning. Ställd inför en kraftig räntestegring föredrar denna kanske att sänka utvecklingstakten utan att ens pröva företagets möjligheter att få ytterligare kredit. Av vad jag hört från bankmän i Storbritannien, där man just har genomfört en hård kreditåtstramning med tillämpning av traditionella medel, har man kunnat skönja tendenser till att det är ”mindre seriösa” låntagare, såsom markspekulanter, som söker sig till kreditmarknaden i sådana situationer. Jag tvivlar på att Myhrman vill hänföra dessa till låntagare med samhällsekonomiskt lönsamma projekt.

Problemet kan också tas upp från en något annorlunda synpunkt. Företagen är ju inte på kort sikt helt beroende av krediter för att kunna genomföra sina investeringar. Om ett företag blivit förvägrad kredit för ett som man anser ”livsviktigt” projekt brukar det ändå ha en viss likviditetsreserv som kan utnyttjas för finansieringen. Det är också viktigt att komma ihåg att alternativen of-

tast inte står mellan att genomföra en investering vid en viss tidpunkt eller att avstå helt från den utan mellan att göra en investering genast eller att förskjuta den något framöver i tiden tills dess att kreditmarknadsläget lättat. Många investeringar som initieras under en högkonjunktur torde utmognat först då efterfrågan dämpas och konjunkturen matas. Det finns mot den bakgrunden anledning till vissa tvivel på att de investeringar som bortfaller i och med att de inte kunde företas under högkonjunkturen över huvud taget hade varit värda att satsa på.

Jag är medveten om att den här förda argumentationen är något ensidig. Den syftar emellertid till att i någon mån rubba den dominerande uppfattningen om att en fri räntebildning är av avgörande betydelse för en effektiv resursallokering. Det förefaller enligt min mening också som om man härvid över huvud taget tenderat att överdriva betydelsen av förhållandena på kreditmarknaden vid bedömningen av de faktorer som är väsentliga för att skapa ett välutvecklat näringsliv.

En blick framöver

Som jag ser det, kan enbart en debatt inte föra ovan berörda frågor så mycket längre framåt. Det behövs i stället mer grundläggande studier och närmare överväganden av olika lösningar av problemen. En omfattande utredningsverksamhet pågår också på detta fält. Jag skall inskränka mig till att nämna tre områden som jag anser vara av central betydelse för kreditmarknadens funktionssätt och för uppläggningsen av kreditpolitiken i framtiden och som redan är eller bör bli föremål för utredning.

Systemet för bostadsfinansiering

Bostadspolitiken i vid bemärkelse behandlas för närvarande i ett flertal utredningar. Min allmänna syn — om den kan vara av intresse — på denna politik är att den är ett viktigt instrument bl a för att uppnå social balans och undvika alltför markerade skiktningar av befolkningen. Samhället måste därför ta ett betydande ansvar på detta område och ha starka styrmedel till sitt förfogande. Med nuvarande finansieringssystem befinner sig också bostadsbyggandet i en svår "sax". Det problemet kan lösas på olika sätt. Om man ser denna fråga från mer renodlad kreditmarknadssynpunkt är det naturligtvis oriktigt att beakta vilka konsekvenser alternativa lösningar har för

det kreditpolitiska handlingsutrymmet. En strävan bör vara att finna ett finansieringssystem som både tillgodose de bostadspolitiska syftena och samtidigt medger en större flexibilitet vid utformningen av kreditpolitiken.

Kreditmarknadens funktionssätt och institutionella utformning

I den kritik som riktas mot kreditpolitiken synes man inte sällan något aningslöst utgå ifrån att om bara räntebildningen släpps fri, uppnås den eftersträva de effektiviteten vid allokeringen av resurserna. Man kan till nöds acceptera att vissa sektorer hålls utanför denna fördelningsmekanism. Ofta glömmer man emellertid bort att en effektiv resursallokering i ett marknadssystem också förutsätter att ifrågasvarande marknad uppfyller vissa villkor i fråga om funktionssätt och institutionell ram.

Det är en viktig uppgift att analysera kreditmarknadssystemet med hänsyn, dels till dess följsamhet i förhållande till de kreditpolitiska och näringspolitiska intentionerna, dels till kraven på "marknadsmässighet" på de områden för vilka marknadsmekanismen skulle kunna tillåtas verka fullt ut. Hittills har det inte förelegat några större möjligheter att spela något "marknadsspel". Skulle detta tillåtas i större utsträckning i framtiden kommer man inte ifrån frågan om koncentrationen av kreditutbudet.

Resursallokeringseffekter av en kreditransonering

Det skulle enligt min mening vara intressant att få olika allokeringseffekter vid en kreditransonering empiriskt belysta. Om jag ändå tvekar en smula att föra fram en sådan undersökning som en väsentlig forskningsuppgift beror det på att jag inser svårigheterna att få olika hypoteser belagda. Det gäller ju inte bara att studera olika företag var för sig utan också att göra jämförelser mellan företag som fått krediter beviljade och sådana som inte fått det. Därtill kommer att det är svårt att finna belägg för att företagen inte skulle ha rönt samma behandling vid en kreditåtstramning med kraftigare räntehöjning. Det är dock möjligt att man kan komma något steg på vägen i form av ökade insikter på området. En viss insats kunde man kanske begära just från dem, som på bräckligt empiriskt underlag riktat hård kritik mot den misshushållning med resurser, som de anser ha skett till följd av den kreditpolitik som förts.

Bankokommissarie *Lars Hansson*

Figur 1

