

Repliker och kommentarer*

PETER ENGLUND och JAN WALLANDER

Svar till Lars Wohlin

I Ekonomisk Debatt nr 1/83 ut-sattes kreditpolitiska utredningens betänkande för en kritisk granskning av förre riksbankschefen Lars Wohlin. Utredningens ordförande, Jan Wallander, och huvudsekreterare, Peter Englund, bemöter här Wohlins kritik.

Lars Wohlin håller uppenbarligen med oss i vår beskrivning av de desorganisationsfenomen på kreditmarknaden som de hittillsvarande regleringarna lett till, och han ser liksom vi allvarligt på detta. Såvitt vi förstår är han också i princip för att kreditpolitik bör bedrivas med marknadskonforma medel. Kommitténs förslag innebär ett försök att skapa de institutionella förutsättningarna för att man, utan att ta några allvarligare risker, ska kunna röra sig i riktning mot

en sådan politik. Strängt taget borde därför Lars Wohlin i det stora hela vara överens med oss när det gäller våra resonemang och slutsatser. Även om det är svårt att riktigt veta vad han egentligen tycker, förefaller det av hans inlägg att döma som om han på väsentliga punkter är oense med oss och i varje fall anser, att olika problem behöver utredas mera, innan man kan ta någon definitiv ställning.

Man kan hålla på nästan hur länge som helst och utreda hur olika typer av uppläggningar av kreditpolitiken kan tänkas verka i praktiken. Det enda säkra sättet att bedöma olika metoders effekter är emellertid att pröva sig fram. Vi tycker oss ha demonstrerat att en marknadskonform politik idag har goda förutsättningar att fungera väl. Skulle den ändå visa sig få konsekvenser som man inte är villig att ta på sikt, kan riksdagen mycket väl återvända till en mer regleringsinriktad politik genom att utnyttja de bestämmelser som finns i § 4 i vårt lagförslag. Vad vi vill åstadkomma är bara att skapa en sådan situation att en mer marknadskonform politik får en rejäl chans att bli prövad.

Bakom våra resonemang ligger emellertid inte bara föreställningen att en marknadskonform politik vore att föredra, utan också att en reglerande politik

Ekonom dr PETER ENGLUND är forskare vid Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm.

Fil dr JAN WALLANDER är styrelseordförande i Svenska Handelsbanken.

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

med de förhållanden som numera råder i stort sett blir verkningslös. På den punkten håller Lars Wohlin inte med oss, vilket i och för sig är naturligt eftersom han som riksbankschef har drivit en sådan politik. Framför allt anser han, att politiken har haft till effekt att ränteläget i Sverige som följd av räntereglering och utlåningsbegränsningar har blivit lägre under senare tid än det annars skulle ha varit. Enligt vår mening har detta inte varit fallet.

Ränteberoendet

Vårt resonemang går ut på att den svenska kreditmarknaden numera blivit så sammanflätad med den utländska att ränteläget i Sverige i realiteten bestäms av ränteläget utomlands. Vi gör dock inte gällande att vi skulle vara fullständigt och omedelbart utelämnade åt räntesvängningarna på den internationella kreditmarknaden. Tvärtom hävdar vi att "tillgängliga data (ger) bilden av en viss kortsiktig autonomi ... Framför allt torde detta gälla de långa räntorna ..." (sid 80). I annat fall hade ju betänkandet kunnat begränsas till att konstatera att vi helt saknar möjligheter att föra en självständig kreditpolitik, såväl i marknadskonform som i reglerande tappning. Nu är det i stället så att en roll som vi ser för regleringar just är att de möjligen kan begränsa räntegenomslag i samband med en kraftig återstramning.

Wohlin förnekar inte sambandet med utlandsräntorna, men anser att det binder den svenska räntenivån endast neråt men inte uppåt. Vi är alltså eniga om att valuta strömmar ut om de svenska räntorna sjunker under den internationella nivån. Men Wohlin tänker sig, till skillnad från oss, inte att det sker en strömning i motsatt riktning, om det svenska ränteläget drivs upp över den internationella nivån.

Vi har i detta sammanhang pekat på den goda följsamhet som råder mellan de svenska räntorna och externa kronor, vilket är detsamma som kurssäkrade eurodollar (se *diagram 1*). Vid räntesättningen på de senare har man alltså

tagit hänsyn till risken för förändringar av den svenska valutans kurs i förhållande till eurodollarn och bakat in detta i räntesättningen. Wohlin tycks anse att detta bara uttrycker ett slags identitet, varför jämförelsen inte säger någonting. Han uttrycker det på det sättet, att i en fungerande marknad ställer terminskurserna på valutor alltid in sig på ett sådant sätt, att de avspeglar ränteskillnaden mellan den korta kronräntan och eurodollarräntan.

Vi håller med om att det är rätt självklart att i en *perfekt och fri* marknad måste den reella ränteersättningen bli densamma oberoende av den valuta en placerare investerar i. Nu är ju emellertid marknaderna långt ifrån perfekta och olika länder strävar efter att genom diverse regleringar förhindra att ränteparitet uppstår. Vår uppfattning är att dessa ansträngningar *numera* för Sveriges del, trots vår långtgående valutareglering, knappast kan ge några påtagliga resultat. Vi är emellertid angelägna att betona numera, eftersom det tidigare inte var på det sättet. Vi var då inte lika nära sammanknutna med den internationella kreditmarknaden, informationen var sämre, företagens finansförvaltningar var mycket mindre sofistikerade o s v. Det fanns tidigare heller inte någon väl fungerande svensk kort marknad. Under dessa omständigheter kunde det under *långa* tider vara *stora* gap mellan räntan på externa kronor och räntan på den svenska korta marknaden. Som framgår av *diagram 1* gällde detta under 1974, senare delen av -76 och hela -77. Detta är inga korta perioder av extrema valutakriser, som Wohlin tycks anse. Under senare år följs emellertid kurvorna mycket väl åt.

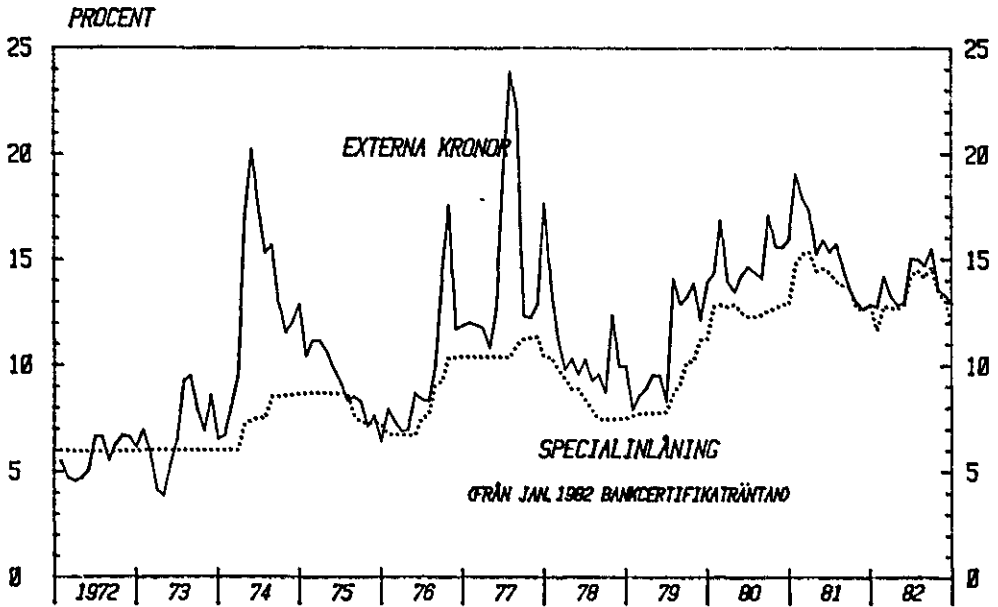
Idag måste man således utgå från att denna likhet gäller

$$\text{inhemsk kronränta} = \text{kurssäkrad dollarränta}$$

Eftersom dollarräntan är internationellt bestämd visar detta att vi i stort sett saknar penningpolitisk autonomi.

Nästa steg i resonemanget är att fråga sig hur den kurssäkrade räntan förhål-

Diagram 1. Penningmarknadsräntor (3 månader).



Källa: Svenska Handelsbanken

ler sig till den vanliga dollarräntan. Svaret är att skillnaden avspeglar förväntade växelkursändringar.¹ De internationella placeringarna, som agerar på en oreglerad marknad, har ju ett val mellan att placera i dollar och att placera i kurssäkrade kronor. Skillnaden mellan dessa båda räntor brukar t o m uppfattas som ett *mått* på förväntningar om växelkursändringar. Således gäller

$$\text{dollarränta} = \text{kurssäkrad kronränta} + \text{förväntad växelkursändring.}$$

Det är oklart om Wohlin förnekar detta samband. Vi för inte i betänkan-det någon särskild diskussion om det, eftersom vi uppfattar det som närmast tautologiskt; det rör sig ju om räntor bildade på en stor och oreglerad marknad. Vårt synsätt här är det gängse och skiljer sig inte från det som kommit till uttryck bl a i expertrapporterna till va-

¹ Härtill kan *osakerhet* om växelkursutvecklingen spela in; kurssakringspremien är ju delvis en försakringspremie.

lutakommittén (se t ex Calmfors [1980]).

Lägger vi nu samman de båda sam-banden har vi

$$\text{inhemsk kronränta} = \text{dollarränta} - \text{förväntad växelkursändring.}$$

Wohlins resonemang leder fram till att vi med en annan politik skulle ha haft påtagligt högre räntor. Logiken kräver då att han menar endera av två saker: (a) att Sverige kan påverka världsmarknadsräntan eller (b) att en högre svensk ränta leder till i motsvarande utsträckning högre devalveringsförväntningar. Om vi bortser från den första möjligheten, blir slutsatsen alltså att Wohlin menar att ett borttagande av de svenska kreditregleringarna skulle leda till devalveringsförväntningar.² Vi

² När Wohlin hävdar att den utländska räntenivån sätter ett golv men inget tak kan han också tänkas mena att valutaregleringen skulle vara mer effektiv i den ena riktningen än i den andra. Han framför dock inget stöd för att så skulle vara fallet.

känner inte till några teorier eller empiriska resultat som skulle tyda på ett sådant samband. Däremot kan det uppenbarligen i vissa situationer finnas samband mellan budgetunderskott och devalveringsförväntningar, vilket väl-taligt visades i januari för två år sedan.

Utredningens "monetarism"

På olika ställen i sitt inlägg hävdar Wohlin att vi är besmittade av monetaristiska idéer och kastar därmed en skugga över vårt arbete.

När riksbanken bestämmer sig för en penningpolitisk strategi måste den ta ställning till åtminstone dessa fyra frågor: (a) I vilken utsträckning ska politiken drivas med marknadskonforma medel resp regleringar? (b) Ska politiken fokuseras på ett intermedieärt penningpolitiskt mål, eller ska den direkt inriktas på de slutliga stabiliseringspolitiska målen? (c) Om man stannar för ett (eller flera) intermedieära mål, vilket (vilka) ska det i så fall vara — ränta, växelkurs, penningmängd, total kreditvolym eller något annat? (d) Ska det intermedieära målet låsas fast för längre perioder, eller ska det gradvis anpassas efter den ekonomiska utvecklingen? Kommittén har koncentrerat sig till att ta ställning till den första frågan, och vårt förslag till marknadskonform politik gäller helt oberoende av hur man ställer sig till de tre övriga frågorna. På så sätt har vi till skillnad mot vad Wohlin antyder försökt att hålla "rågången mot monetarismen" klar.

Sverige har under hela efterkrigstiden fört en politik med växelkursen som det centrala intermedieära målet. Vi har uppfattat det som naturligt att man framdeles håller fast vid denna inriktning. Det innebär emellertid, enligt diskussionen i föregående avsnitt, att vi har bundit oss till att anpassa oss efter omvärldens ränteutveckling. Om vi inte lyckas skapa förtroende för växelkursmålet kan devalveringens förväntningar driva fram en högre räntenivå, och omvänt, om vi driver en politik med långsammare kostnadsutveckling än omvärlden kan apprecieringsförvänt-

ningar göra det möjligt för oss att hålla räntan lägre än utlandet. Icke desto mindre innebär ett växelkursmål även under sådana omständigheter att vi givit upp möjligheten att ha räntan som ett separat mål. Detsamma gäller för penningmängden eller kreditvolymen,³ åtminstone på något eller några års sikt.

I en sluten ekonomi eller en ekonomi med fritt flytande växelkurser ter sig sambanden annorlunda. Man kan då välja mellan å ena sidan ett mål för en kvantitet — penningmängd eller kreditvolym — vilket gör att räntevariationer får fånga upp oförutsedda störningar i ekonomin eller å andra sidan ett räntemål, vilket gör att störningarna kommer att ge utslag på kvantitetssidan. Just denna skillnad mellan de två inriktningarna av politiken har gett upphov till en omfattande teoretisk litteratur (se t ex Poole [1970]). Genom att vi har tagit ställning för växelkursen som målvariabel kan vi också sägas ha tagit ställning för att låta inhemska störningar ge utslag i variationer i penningmängd och kreditvolym snarare än i räntenivå.

En "monetarist" skulle, förutom att förespråka ett penningmängdsmål (punkt c), också förespråka att detta mål låstes för längre perioder (punkt d) så som tills nyligen var fallet i USA. Vi diskuterar för- och nackdelar med fasta normer för penningpolitiken, men utan att ta någon entydig ställning. Det finns således ingen som helst grund för att beskriva den penningpolitik vi förordar som monetaristisk.

Vi kan tänka oss en annan anledning till att Wohlin skymtar monetarism: vi använder genomgående penningmängden som indikator över penningpolitikens verkningar. Anledningen till detta är enkel. Vi har velat hålla framställningen så nära som möjligt till grundläggande vedertagen makroteori; ända sedan Hicks [1937] formaliserade Key-

³ Däremot kan, som vi påpekar, ett mål för den inhemska kreditvolymen (penningmängd minus banksystemets, inkl riksbanken, nettoställning mot utlandet) låta sig förenas med och även understödja ett växelkursmål.

nes teori har "penningmängden" tillsammans med "obligationsräntan" varit den variabel som fått representera kreditmarknaden i den makroekonomiska grundmodellen såväl som i stora ekonomiska modeller. För att få framställningen enhetlig har vi använt en och samma indikator genomgående. I en enkel modellvärld är det helt ekvivalent om man tittar på penningmängd, kreditvolym eller räntenivå. Penningmängd och kreditvolym är bara två olika sidor av den konsoliderade balansräkningen för riksbanken och affärsbankerna, och räntan är priset på kredit, vilket rimligen står i ett entydigt förhållande till kreditvolymen.

Statsskuldspolitiken

Lars Wohlin hävdar att "utredningen helt går förbi frågan om hur långsiktig statens upplåning bör vara" och vidare att "bakom utredningens resonemang synes ligga den monetaristiska tanken att det inte spelar någon roll om statens upplåning är kort eller lång så länge man kan styra penningmängden". Här måtte Wohlin inte ha läst oss. Avsnitt 6.1.2 handlar inte om annat än avvägningen mellan kort och lång upplåning. Många läsare torde i skrivningarna här se spår av Tobin-skolans portföljvalsmodeller (Benjamin Friedman [1978] ger en utmärkt framställning). Innan vi i det efterföljande avsnittet går in på dagens svenska problem sammanfattar vi vår syn så här:

Den allmänna slutsatsen av det principiella resonemanget i föregående avsnitt är att centralbanken står inför två val. För det första har den ett val mellan att själv förvärva statspapperen, vilket leder till inflation och/eller kapitalutflöde, och att låta dem säljas till allmänheten, vilket leder till att åtminstone vissa räntor stiger. För det andra måste den för den marknadsfinansierade delen avväga kort finansiering, som riskerar att bli inflationsdrivande, mot lång finansiering, som kan höja den långa räntan och tränga undan industrins investeringar. (sid 139)

Dagens stora budgetunderskott ställer kreditpolitiken inför särskilda svårigheter. Vi har därför försökt ta ställning till vilket räntetryck⁴ som kan tänkas uppkomma de närmaste åren vid en marknadsfinansiering av statsskulden. Detta är en svår fråga och vi har heller inte formulerat våra slutsatser med någon större grad av tvärsäkerhet. Med mera tid är detta en av de punkter som med fördel skulle ha kunnat fördjupas.

Vår slutsats är här att det på senare tid tycks ha blivit svårare att finansiera statsskulder med papper med lång räntebindningstid. Denna tendens kan också väntas bestå bl a beroende på att icke-finansiella företag med normalt starka likviditetspreferenser kommit att stå för en allt större del av det privata sparandet. Statsskuldspolitiken måste därför inriktas på att förmå företag och hushåll att i ökande utsträckning placera i förhållandevis illikvida statspapper. Vi har emellertid inte tyckt att vi kunnat precisera detta närmare. Som vi visar (tabell 6.3 sid 140) har statsobligationerna fått allt kortare räntebindningstid på senare år; genomsnittet för den idag inom Sverige utestående skulden är ca två år. Härav innehas en stor del av banker, vilka finansierar sitt innehav med bankcertifikat och andra likvida skulder. Vi menar därför att en ökad försäljning av statsskuldväxlar, vilka snarast är mindre likvida än bankcertifikat, till företag och andra stora placerare knappast innebär någon större fara för kraftigt ökad likvidisering av ekonomin.

I detta sammanhang diskuterar Wohlin principerna för utlandsupplåningen, framför allt hur mycket staten bör låna utomlands. Denna i och för sig viktiga fråga har, enligt vår uppfattning, knappast primärt samband med frågan om regleringar eller ej. Wohlin ifrågasätter hur länge vi kan fortsätta att låna så mycket utomlands som vi gör idag, utan att få betala högre räntor.

⁴ Om det sedan skulle materialiseras i högre räntor eller valutainflöde beror på vad vi tror om det internationella ränteberoendet.

Det är möjligt att det inte är så länge till. Detta hindrar emellertid inte att den svenska räntenivån kommer att fortsätta att vara internationellt bestämd, om än med stigande kostnad för sämre kreditvärdighet.

Fungerar kassakrav och marknadsoperationer?

På flera punkter andas Lars Wohlin skepsis mot vår syn på möjligheterna att med marknadskonforma medel uppnå de penningpolitiska målen. Han tycker att vår analys varit för lättsinnig och schematisk. Således ser Wohlin inte en höjning av kassakraven som ett verkligt medel för att påverka kreditvolym och/eller penningmängd. Anledningen härtill är bankernas stora innehav av statspapper. Ett höjt kassakrav kan därför väntas mötas med en försäljning av statsobligationer till allmänheten. Man kan emellertid inte som Wohlin sluta resonemanget med att konstatera detta. Allmänheten måste ju betala för sina obligationsförvärv, och det kommer i slutändan att ske genom minskade banktillgodohavanden; bankerna kommer att få se efterfrågan på bankcertifikat gå ned. Resultatet måste därför bli, precis som enligt den enkla läroboksmodellen, att penningmängden minskar. Slutsatsen blir densamma om man i stället tittar på total kreditvolym, från riksbanken och banksystemet, eftersom kreditgivning till staten förs över från bankerna till allmänheten. Däremot är det uppenbarligen fullt möjligt att bankutlåningen till allmänheten inte påverkas. Frågan är emellertid vad som gör bankutlåningen till en naturlig kreditpolitisk indikator.

Lars Wohlin menar vidare att öppna marknadsoperationer idag kommer att ha begränsad betydelse, ty "med de stora budgetunderskott som Sverige har kommer marknadsräntan på statspapperen vid nyförsäljningen att bli bestämmande för räntenivån snarare än riksbankens marknadsoperationer" (sid 10). Denna kommentar tyder på en missuppfattning av poängen med det

system vi förespråkar. Det bygger på en väl fungerande andrahandsmarknad för statspapper. Självfallet kan riksbanken genom köp och försäljning påverka jämviktsräntan på denna marknad. Emissionsräntan i sig har ingen betydelse. Läger sig riksgälden för lågt kan man inte finansiera statsskulden. Läger man sig för högt blir emissionerna övertäcknade, men detta drar självfallet inte upp marknadsräntan. Utan en fungerande andrahandsmarknad är sambanden i någon mån annorlunda. Det är därför en sådan marknad är en viktig förutsättning för att en marknadskonform politik ska fungera väl.

Rörande avreglering

Avslutningsvis talar Wohlin om önskvärdheten av att avreglera kreditmarknaden samtidigt som han säger sig frukta att problemen med budgetunderskotten snarare leder till ökade regleringar. Hans inställning i det här sammanhanget förefaller en smula ambivalent. Han är visserligen för avreglering men inte just nu och inte med de metoder vi tänkt oss utan vid något annat ej specificerat tillfälle och med någon annan ej närmare klargjord metod.

Det är svårt att frigöra sig från ett intryck av att Lars Wohlin tillägnat sig den för en riksbankchef måhända naturliga attityden, att det är väsentligt att riksbanken utan restriktioner har alla maktmedel till sitt förfogande, men att man kommer att vara så förståndig, att man inte använder dem annat än i situationer där det är absolut nödvändigt, enligt den bedömning som man själv gör. Detta är en inställning som i 30 års tid har präglat handhavarna av den svenska kreditpolitiken och som har lett till att vi levit i ett tillstånd som praktiskt taget permanent präglats av reella regleringar och där dessa regleringar successivt tilltagit i omfattning och styrka. Vår tro är att om det ska finnas någon möjlighet att röra sig i annan riktning, är det nödvändigt att skapa ett system som ger riksbanken ett incitament att försöka undvika regle-

ringar. Vad Lars Wohlin säger i det sammanhanget gör oss övertygade om att det incitament som vi har hittat på borde kunna bli effektivt.

Vi har däremot aldrig föreställt oss att inte riksbanken även under vårt system skulle kunna komma överens med bankerna om de allmänna riktlinjerna för kreditpolitiken och klargöra att i den mån utvecklingen blir en annan, kommer man att reagera genom höjning av kassakvoterna, sänkning av ränteersättning på kassamedlen, straffräntor osv. Däremot har kommittén vänt sig mot att riksbanken använder sig av kreditpolitiken för att diskriminera mellan olika kreditinstitut, och vi anser inte heller att det kan vara rimligt att riksbanken t ex använder sig av kassakvoterna eller upplåningsvillkoren för att i realiteten införa en direkt utlåningsreglering. Att Lars Wohlin tar upp just den aspekten och anser att riksbanken ska ha sådana rättigheter kan sammanhålla med riksbankens agerande under hösten 1982. Riksbanken förklarade då att den inte önskade införa någon utlåningsreglering, eftersom det var olämpligt. Samtidigt deklarerade man att de banker som inte följde riksbankens utlåningsrekommendation skulle komma att utsättas för kraftiga ekonomiska sanktioner genom en differentiering av upplåningsvillkoren i riksbanken.

Forskningsuppgifter

Det är med blandade känslor vi läst Wohlins artikel. Å ena sidan är det självfallet värdefullt och stimulerande att få en så utförlig redovisning av den syn som styrt riksbankspolitiken under de senaste åren. Å andra sidan känns det lite vemodigt att Lars Wohlin på en rad punkter inte tycks ha läst samma text som vi trodde att vi skrivit. Eftersom vi får förutsätta att han har läst hela betänkandet, måste förklaringen till stor del ligga i att vi har skrivit oklart. Vår strävan har varit att skriva kort, koncist och med begränsning till den argumentation som behövs för hu-

vudfrågeställningen: Regleringarnas roll i kreditpolitiken. Bortser vi från sammanfattning, bakgrund och lagtextförslag med motiveringar ryms vår analys på mindre än hundra sidor. Detta har naturligtvis gjort texten elliptisk på en rad punkter. Viktiga diskussionsområden — t ex skillnaden mellan olika kreditpolitiska indikatorer — har inte kunnat mycket mer än antyd.

Den främsta anledningen till vår korthet på många punkter är emellertid att vi, och riksbanken, i så hög grad saknar goda empiriska undersökningar av de svenska kreditmarknadernas funktions sätt och därmed kreditpolitikens förutsättningar. Det är t ex inte särskilt meningsfullt att gå djupare in på principerna för statsskuldens finansiering med mindre än att vi har rimliga empiriskt baserade modeller för olika sektors portföljvals beteende. Ett annat område som skriar efter goda vetenskapliga undersökningar är utlandsberoendet. Hur nära samvarierar räntorna med omvärlden? Är det någon skillnad på korta och långa räntor? Vilka typer av kapitalrörelser är det som utlöses av ränteskillnader? Ytterligare ett fält för forskning är den korta marknaden och banksystemets reaktioner på olika åtgärder från riksbankens sida. Vilken roll spelar t ex bankernas upplåning i riksbanken för olika styrmedels verkningskraft?

Denna brist på kunskap är ingenting som vi skulle ha kunnat undanröja genom något års ytterligare utredande; det rör sig ju om stora och svåra problem. Det är heller ingenting som kan utgöra skäl för att skjuta en omläggning av kreditpolitiken på framtiden; politiken måste baseras på idag tillgänglig kunskap och vi menar att denna tämligen entydigt talar för en omorientering av politiken. Det är emellertid anmärkningsvärt hur penningpolitisk forskning på senare år har kommit i skymundan, medan stora satsningar inom nationalekonomin gjorts bl a på energi- och arbetsmarknadsfrågor. Frågan är om det inte är hög tid för riksbanken och den akademiska forskningen att försöka bidra till en omprioritering.

Referenser

- Calmfors, L., [1980], "Valutaregleringen, kapitalrörelserna och stabiliseringspolitiken", i SOU 1980:51, *Valutareglering och ekonomisk politik*.
- Friedman, B.M., [1978], "Crowding Out or Crowding In? Economic Consequences of Financing Government Deficits", *Brookings Papers on Economic Activity* 3:1978.
- Hicks, J.R., [1937], "Mr. Keynes and the Classics", *Econometrica*.
- Poole, W., [1970], "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model", *Quarterly Journal of Economics*, Vol 84.
- SOU 1982:52, *En effektivare kreditpolitik*.
- Wallander, J., [1982], "En effektivare kreditpolitik", *Ekonomisk Debatt*, årg 10, nr 8.
- Wohlin, L., [1983], "Kreditpolitik i omvandling", *Ekonomisk Debatt*, årg 11, nr 1.