

Bokanmälningar

*Lars Werin (red),
Peter Englund,
Lars Jonung &
Claes Wihlborg:*

Från räntereglering till inflationsnorm. Det finansiella systemet och riksbankens politik 1945–1990

Under de 45 år av efterkrigstiden, som boken *Från räntereglering till inflationsnorm. Det finansiella systemet och riksbankens politik 1945–1990* behandlar, ägde stora förändringar rum såväl av det finansiella systemets struktur som av valuta- och penningpolitikens utformning. Det har hittills saknats en sammanhängande översikt av denna för den svenska ekonomin så viktiga utveckling. Forfattarna har tagit som sin uppgift att fylla denna lucka och har gjort det mycket ambitiöst. Materialet är blandat – mycket statistik, uppgifter om regelverk och institutioner, sammanträdesprotokoll och intervjuer. Det har blivit en över 400 sidor lång och bitvis ganska seg läsning med gott om omtagningar både inom och mellan de fyra kapitlen: "Det finansiella systemet i omvandling" (Werin), "Bostadsfinansieringen och penningpolitiken" (Englund), "Valutapolitiken" (Wihlborg) och "Riksbankens politik 1945–1990" (Jonung). Mångfalden av problemområ-

den och utpräglade skillnader mellan författarnas analysmetoder gör att en kort anmälan med nödvändighet blir selektiv. Den har här i stort sett begränsats till synpunkter på den makroekonomiska analysen. I centrum står här bokens egentligen enda sammanhållande tema, nämligen utvärderingen av kreditmarknadsregleringarnas effekter. Andra, även de viktiga aspekter, har fått behandlas mycket kortfattat. På olika håll i boken finns textintressanta tolkningar av det penning- och valutapolitiska tankandet. Realismen i dessa är emellertid svår att bedöma och torde kunna göras bara av någon som inom Riksbanken arbetat på en hög operationell nivå.

En stor del av *Werins* bidrag består av en omsorgsfull om än inte särskilt upphetsande beskrivning av kreditmarknadens institutioner och regelverk. Den analytiska delen har som stomme en från finansräkenskaper hämtad redovisning av olika sektorer finansiella balanser. Werin visar att dessa balanser och därmed hela kreditmarknaden blivit alltmer komplex och sofistikerad. Han drar slutsatsen att den därför också blev alltmer immun mot kreditregleringarna. Dessas avveckling kan därför ses som en följd av de "spontana krafternas" successivt tilltagande övervalde. Därav skulle också följa, att avregleringen i och för sig inte kom att ha nämnvärda konsekvenser för den följande finansiella utvecklingen. Underlaget för denna bedömning sträcker sig emellertid inte längre fram än till 1990, vilket var det senast tillgängliga året för finansräkenskaper. Werin (och även hans medförfattare) missar där-

för den följande dramatiken på finansmarknaderna och han försöker därför inte heller spåra dess förhistoria i sitt material.

Enligt Werin innebär användningen av de finansiella balanserna "ett nytt synsätt". Det nya synsättet visar sig vara att portföljvalsteorin används för att analysera de finansiella stockarnas sammansättning och förändringar. Inom finans teorin kan väl detta synsätt ändå knappast betraktas som nytt – Werin hänvisar också till Tobins banbrytande artikel, som kom redan 1969. Inte heller applikationen av portföljvalsteorin på svenskt material är särskilt ny. Werin skulle ha kunnat hänvisa till en egen tidigare studie [1983]. I de portföljer, som Werin där analyserar, ingår förutom de finansiella tillgångarna även reala tillgångar, nämligen fastigheter av olika slag samt lager. Detta gjorde det möjligt för Werin att i sitt tidigare arbete diskutera jämviktsskapande mekanismer i form av ränteanpassning och marknads värdeanpassning. I bidraget till riksbanksboken finns inga reala tillgångar med i balanserna och därför heller ingen diskussion av balansstörningar och anpassningsbehov via prisbildningen på olika tillgångsmarknader.

Tidigare portföljvalsanalys, applicerad på från finansräkenskaperna hämtade finansiella balanser, finns också i en bilaga till Kreditmarknadskommitténs betänkande (SOU 1988:29). För den där studerade perioden 1969–85 beräknas – liksom av Werin – tillgångs- och skuldkvoter. Det framgår bl a att kommunernas balansutveckling har betydande intresse – denna utveckling kommenteras över huvud taget inte av Werin. Det visas vidare att om man från de icke-finansiella företagen avskiljer de fastighetsförvaltande företagen får man i restsektorn en avsevärt mycket lägre kvot mellan tillgångar och skulder än för totalsektorn. Detta visar risken av att, som Werin gör, dra slutsatser om strukturomvandlingar på basis av förändringar av stora aggregat inom vilka det

kan föreligga stora skilljaktigheter mellan delsektorer.

I ovannämnda bilaga till Kreditmarknadskommitténs betänkande [1988] finns också en analys av utvecklingen på den oreglerade kreditmarknaden, dvs för lån och handelskrediter från företag, kommuner och hushåll. En fokusering på den oreglerade marknaden – även kallad gråmarknad – skulle ha varit särskilt viktig för tiden runt kreditregleringarnas avveckling. Sådana beräkningar har gjorts av Riksbanken med hjälp av finansiella sektorns balanser (af Jochnick [1987]). Flöden till och från gråmarknaden erhöles som residualer mellan sektorns registrerade tillförda respektive använda medel. Balanserna visar betydande reversering av dessa flöden mellan 1985 och 1986.

Inom Riksbanken uppgjordes åren 1986–1988 halvårsprognoser för de reala sektorerna i form av finansiella balanser. Skillnaderna mellan prognos och utfall gav indikationer om oväntade effekter av kreditmarknadens avreglering. Där framkom också de effekter som skatteplaneringar vissa år kan ha haft på kreditmarknadens flöden och stockar och som snedvridit de ultimovärden med vilka finansräkenskaperna (och Werin) arbetar.

Kreditmarknadsstatistiken är till stora delar både svåröverkomlig, svåröverskådlig och svårtolkad. Den har av Werin organiserats så att man får en sammanhållen och intressant bild av strukturomvandlingen under efterkrigstiden. Kopplingen till en analys av reglerings- och avregleringsprocessen har emellertid inte genomförts med samma kraft.

Englunds kapitel innehåller en beskrivning av bostadsfinansieringens historia under efterkrigstiden. Kapitlet är välskrivet och analysen klagörande. Framställningen tar inte i anspråk mer än 40 av bokens drygt 400 sidor men är också ibland lite för koncentrerad tex vad gäller beskrivningen av det principiellt viktiga men

ganska svårpenetrerade paritetslånesystemet.

Av Englunds analys framgår (liksom av Jonungs) att det hela tiden förelåg en samordning av penning- och bostadspolitik. På detta isolerade område var kreditregleringen till synes effektiv nämligen i den meningen att fastlagda bostadsprogram i stort sett kunde räkna med smidig finansiering. Enligt Englund var å andra sidan bostadslånegivningen ineffektiv i den meningen att krediter, som formellt avsåg bostadsändamål, i stället användes för privat konsumtion. Därigenom kom Riksbankens tidvis mycket hårdhänta försök till begränsning av "övriga krediter" att bli alltmer verkningslösa. När tiden kom för kreditmarknadens avreglering fanns alltså – till följd av bostadslånegivningen – ingen uppdämd kreditefterfrågan att tala om.

Av Englunds egen framställning framgår icke desto mindre att betydande förändringar ägde rum på kreditmarknaden efter avregleringarna. Bostadsinstitutet fick ökade möjligheter att emittera obligationer för att finansiera oprioriterad utlåning. Bankerna kunde i rask takt avveckla sina obligationsinnehav och i stället expandera på utlåningssidan. Utlåningen från alla tidigare reglerade finansinstitut växte snabbt – ett klart tecken på att regleringarna hade haft vissa verkningar, åtminstone på omslutningen och sammansättningen av bankernas balanser (s 179–180). Här tycks alltså Englund ha en annan uppfattning än Werin om avregleringarnas omedelbara effekter på kreditmarknaden. Englund tolkar emellertid denna utveckling som en övergående portföljanpassning av finansiella institutioner, hushåll och företag till det nya läget. Framst på grund av slappheten i bostadslånegivningen kom *realt* sett avregleringen bara att bli "en krusning på ytan" (s 183). På en annan väg än Werin har således Englund kommit fram till samma slutsats, nämligen att avregleringen var en skenhändelse.

Inte heller Englunds argumentation bör emellertid stå oemotsagd. För det första avsåg bostadskreditgivningen enbart nybyggnationen. En sådan direkt koppling mellan lån och lånanvändning kunde övervakas ganska effektivt. Efter avregleringen blev det däremot i stort sett fritt fram för alla slags konsumtionskrediter. Det finns också utredningar som visar på tydliga samband mellan avreglering, kreditgivning och konsumtion. Sålunda konstaterar af Jochnick [1987] att bostadsinstitutens totala utlåning i början av 1987 ökat oväntat kraftigt och till två tredjedelar avsåg oprioriterade krediter. Denna oreglerade utlåning kunde nu försiggå utan egentlig anknytning till fastighetsfinansiering. I detta skede ökade hushållens konsumtion och finansiella tillgångar och minskade deras sparande. Det är knappast troligt att sparminskningen kommit till stånd utan den förbättrade åtgången till kreditmarknaden. (Det är samma mekanism som – fast i motsatt riktning – karakteriserat utvecklingen under början av 1990-talet.)

Åren 1987–88 genomförde Riksbanken enkäter för att klargöra hur hushållen anpassat sig till den nya situationen efter avregleringen (Nilson [1988]). Resultaten var samstämmiga för halvåret 1987 och första halvåret 1988. Omkring 20 procent av hushållen hade tagit nya lån med en genomsnittlig upplåning på 80 000 kronor. Räknet per år tycks omkring vart tredje hushåll ha tagit upp lån på mer än 10 000 kronor. Huvuddelen av lånen hade använts till köp av bostäder, fritidshus och reparationer. Omkring 20 procent gick till konsumtionsvaror, främst bilköp. I undersökningen ingår ändå inte lån på under 10 000 kronor, t ex kontokortslån.

För att förklara konsumtionsökningarna hänvisar Englund till hushållens förmögenhetsförändringar, som anses ha styrt konsumtionen både före och efter avregleringen. Förmögenhetsökningar genom stigande priser på bostäder och aktier under senare halften av 1980-talet

skulle med andra ord ligga bakom konsumtionsökningen under samma period. Frågan blir då till slut i vad mån avregleringen ligger bakom pris- och förmögenhetsökningarna. Det kan finnas andra förklaringar: förmånlig skattebehandling av småhus, skattesubventionerat fondsparande, återställande av relationen mellan småhuspriser och produktionskostnader. Om detta kan man, enligt Englund, bara spekulera. De mest spektakulära krediteffekterna avsåg emellertid inte hushållssidan utan den kommersiella fastighetsmarknaden. Här ökade både investeringar och priser mycket kraftigt med problemkrediter och kvardröjande överkapacitet som följd. Denna utveckling ligger visserligen i och för sig utanför Englunds problemområde men finns inte behandlat någon annanstans i boken heller.

Wihlborgs kapitel innehåller två avsnitt, nämligen ett om växelkurspolitiken och ett om valutaregleringen. Dessa två avsnitt har olika karaktär. Det förstnämnda är övervägande deskriptivt. Det handlar mest om svensk konjunkturpolitik mot bakgrunden av det internationella betalningssystemets utveckling och påfrestningar. En slutsats är att under efterkrigstiden växelkurs- och penningpolitiken bedrevs som av varandra delvis oberoende. Penningpolitiken inriktades på att styra inhemsk konjunktur- och resursallokering. Valutaregleringen fick bli skyddet mot balansrubbande kapitalrörelser. Eftersom konjunkturpolitiken var expansiv relativt omvärlden fick uppbyggda "fundamentala" obalanser successivt korrigeras med offensiva devalveringar.

I det andra avsnittet av sitt kapitel beskriver Wihlborg principdebatten kring valutaregleringen och diskuterar dennas faktiska effektivitet. Liksom Werin drar Wihlborg slutsatsen att teknisk utveckling och marknadsintegreringar successivt underminerade effektiviteten. Kostnaderna för att hålla verkningssgraden uppe ökade

därför med tiden. Att regleringen likväl blev så långlivad förklaras av att företag, banker och fackföreningar riskerade att förlora på en fullständig avreglering.

Wihlborg gör stort nummer av att man i debatten uppfattade valutaregleringen som ett bland andra stabiliseringspolitiska medel. Den borde i stället ha setts som en möjlighet att minska kapitalrörligheten och därmed påverka de ekonomisk-politiska medlens effektivitet. Det är väl närmast en semantisk fråga om valutaregleringen skall räknas som ett medel eller ej. I en nyligen publicerad riksbanksrapport anges det privata kapitalflödet (vid fast växelkurs) som ett (andra) intermediärt mål för penningpolitiken (Lotsberg & Mårtensson [1993]). En valutareglering borde då också kunna ses som ett medel för att uppnå detta mål.

Wihlborg påpekar emellertid riktigt nog att kapitalrörlighet i och för sig kan öka eller minska penningpolitikens effektivitet och att man vid utvärderingen härav också måste beakta implikationerna för finanspolitiken. I själva verket borde han emellertid gå ytterligare steg längre eftersom en fullständig behandling kräver en systematisk välfärdsanalys. Till välfärdsvinsterna kan räknas möjligheter till riskspridning. Häremot får ställas förluster i form av reducerade möjligheter till kapitalbeskattning och begränsningar av utrymmet för penningpolitiken (vid fast växelkurs). Utfallet beror vidare på om den inhemska räntan anpassas uppåt eller nedåt mot den internationella räntan och hur avkastningen på överflyttat kapital fördelas mellan det egna landet och utlandet. Vidare kan den inhemska sparkvoten påverkas uppåt eller nedåt. I en analys efter dessa linjer har James Hansson [1992] kommit fram till slutsatsen att i ett bredare perspektiv är det över huvud taget svårt att bedöma välfärdsutfallet av en frigörelse av kapitalrörelserna.

Jonungs kapitel inleds med en krönika över riksbankspolitiken. Därefter följer

ett avsnitt om efterkrigstidens kreditregleringar. Avslutningen ger en syntes av riksbankspolitiken 1945–90. Dessa tre avsnitt skiljer sig inte mycket från motsvarande beskrivningar hos Werin och Wihlborg. Det nya i Jonungs framställning är de mellanliggande två avsnittens beskrivning av kreditpolitiken som denna kan avläsas i protokoll från möten mellan Riksbanken och affärsbankerna och från intervjuer med olika "beslutsfattare". Dessa avsnitt konkretiserar bokens övriga beskrivningar av finansmarknadernas utveckling och regelverkens förändringar. Samtidigt är materialet till sin natur ganska amorft och svårt att systematisera. Är affärsbankernas motstånd mot kreditregleringarna ett uttryck för dessa senares effektivitet eller kan affärsbanksrepresentanterna tänkas ha deltagit i ett rollspel, som inte kunnat fångas upp av dokumentationen? Wihlborg hävdar ju som nämnts att inställningen hos banker och företag bidrog till valutaregleringens långvarighet. Det borde ha legat nära till hands för Jonung att diskutera denna hypotes även vad beträffar den inhemska kreditregleringen. I stället accepterar han utan vidare den bild av regleringsmotstånd som framkommer i hans material.

Regleringsförespråkarnas inställning är mer entydig. Det finns fina repliker, som tveklöst kommer direkt från ifrågavarande "makthavares" hjärta, som t ex från Per Åsbrink i följande citat: "– jag vet att vi ändå har tillräckliga möjligheter att djävljas med er. Och det kommer vi också att göra" (s 353). Följande citat är karakteristiskt för Gunnar Sträng, när han nästan nostalgiskt i intervjun talar om 1950-talets regleringsklimat: "Jag satt under de första åren som finansminister och avgjorde om Handelsbanken skulle få etablera ett filialkontor i Pjätteryd eller Skillingaryd eller Vaggeryd eller om de skulle ha nej på det" (s 394). Krister Wickman uppfattade under sin tid som riksbankschef (1973–1976) inte påfrestningen på regleringarna som särskilt stor. Enligt

Nordlander (1976–1979) gick det inte att avreglera tidigare, eftersom räntenivån då skulle hamnat på en "skyhögh" nivå (s 393). Anförda och andra uttalanden rimmar inte särskilt väl med bokens genomgående huvudtes att regleringarna på ett tidigt stadium blivit ineffektiva.

Varken under Riksbankens möten med affärsbankerna eller i bankofullmäktige synes det ha förekommit någon systematisk diskussion av penningpolitikens mål och medel. Utlåningen framstår som det främsta målet – ett gynnande av bostadsbyggandet i form av generös och billig upplåning och ett motsvarande missgynnande av utlåning till hushåll och näringsliv. Bara i förbigående diskuteras slutmål som konjunkturutveckling, inflation och valutaläge (s 350). Denna avsaknad av precision i "beslutsfattarnas" målformuleringar borde i och för sig ha gjort det svårt för Jonung att utvärdera riksbankspolitiken. Han gör inte heller någon koppling varken till intermediära mål som valuta-reserv, ränta och "övrig utlåning" eller till "reala" mål som bostadsbyggande och tillväxt. I stället gör Jonung en utvärdering utifrån sin alldeles egna medelmålmmodell, nämligen i termer av penningmängd och inflation. En sådan jämförelse ger knappast rättvisa åt utfallet av den (implicita) modell med vilken Riksbanken arbetade.

Boken genomsyras av uppfattningen att kreditmarknadsregleringarna blev alltmer ineffektiva så att de vid tiden för avregleringarna i stort sett spelat ut sin roll. Avregleringseffekterna behövde därför inte bli särskilt kännbara. En uttalad motsatt uppfattning kan man finna i en rapport från Economic Commission for Europe [1993] enligt vilken de utdragna depressionerna i Sverige och flera andra västeuropeiska länder i betydande mån kan ses som den oförutsedda konsekvensen av 1980-talets avregleringar på kreditmarknaden. Argumentet är analogt med det som framförts mot användandet av "chockterapi" i Ryssland och Osteuropa.

En sådan politik kan enligt ECE knappast lyckas om man inte i förväg ser till att den institutionella ramen anpassats till det nya läget. I Sveriges fall skulle man kunna hävda att den kreditpolitiska avrustningen borde balanserats av att tillsynsmyndigheterna givits ökade resurser och befogenheter. (Om Bankinspektionen står det ingenting alls i boken.)

Författarnas samsyn skulle kanske modifierats om analysen utsträckts förbi 1990. Det hade t ex då legat nära till hands att, på olika håll i boken, nyttja den intressanta parallellen med utvecklingen på kredit-, fastighets- och aktiemarknaderna efter första världskriget. Det är för övrigt slående att de dåtida (professorliga) uttolkningarna mycket mer karakteriserades av dramatisk polemik än av fridfull samsyn!

BÖRJE KRAGH
Professor emeritus

Referenser

- Economic Commission for Europe, [1993], *Economic Survey of Europe in 1992 – 1993*, New York.
- Hansson, J, [1992], "Opening the Capital Account". Working Paper, World Bank, May 1992.
- af Jochnick, K, [1987]. "Kreditmarknaden, första året utan utlåningstak". *Kredit- och valutaöversikt* 1987:1, Sveriges Riksbank.
- Lotsberg, K & Mårtensson, AW, [1993], "Penningpolitisk styrning i en ekonomisk och monetär union: Kartläggning av anpassningsbehov". Arbetsrapport Nr 11, maj 1993, Sveriges Riksbank.
- Nilson, A, [1988]. "Vad lånar hushållen till?" *Kredit- och valutaöversikt* 1988:5, Sveriges Riksbank.
- Kragh, B, [1988], "Utvecklingen på den svenska kreditmarknaden". I SOU 1988:29, Bilaga 1. *Slutbetänkande av kreditmarknadskommittén*. Allmänna Forlaget, Stockholm.
- Werin, L, [1983], "Budgetunderskottens portföljeffekter – tillämpning av en simuleringsmodell för Sverige". Rapport till Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi, DsFi 1983:29.