

Ordförande: fil dr *Jan Wallander*

Deltagare i debatten: bankokommissarie *Lars Hansson*, docent *Johan Myhrman*, professor *Erik Dahmén*, före riksbankschefen *Krister Wickman*, professor *Sven-Erik Johansson*, ekon dr *Lars Wohlin* och arkitekt SAR *Ingvar Ekemark*

Redigerat referat

Fri eller reglerad kapitalmarknad?

Ordföranden:

Kvällens överläggningsämne är "Fri eller reglerad kapitalmarknad?" och det anknyter till kapitalmarknadsutredningens nyligen publicerade betänkande. Utredningens huvudsekreterare *Lars Hansson* skall göra en kort inledning till vår diskussion. Docent *Johan Myhrman*, professor *Erik Dahmén* och före riksbankschefen *Krister Wickman* har lovat göra korta inlägg i anslutning till inledningsanförandet. När vi fullbordat den debattomgången finns det säkerligen anledning för dem som då gjort inlägg att återkomma, men det är då också öppet för alla de övriga närvarande att komma in i debatten.

Lars Hansson:

Som rubriken för dagens diskussion — Fri eller reglerad kapitalmarknad? — antyder är denna debatt föranledd av att kapitalmarknadsutredningen nyligen har framlagt sitt slutbetänkande. Det är inte meningen att jag på denna korta stund skall referera ens huvuddragen i denna digra, om än inte nådiga, lunta på omkring 1 100 sidor. Den innehåller utredningens analys, principiella överväganden och konkreta förslag. Jag får förutsätta att var och en av de när-

varande har inhämtat det som han eller hon funnit vara intressant att ta del av. Jag kan för dem som över huvud taget inte har sett betänkandet säga, att man inte skall avskräckas av de 1 100 sidorna. Det finns faktiskt en förnämlig och väl täckande sammanfattning på knappt 60 sidor.

Med denna uppläggning vore det kanske naturligare att "opponenterna" skulle framträda först och att utredningens representanter får komma in efteråt för att ge bakgrunden till utredningens överväganden och ställningstaganden. De får emellertid, som ordföranden sade, komma in efter mitt anförande. Den tid som jag har till förfogande tänkte jag därför begagna dels till att göra vissa allmänna reflexioner kring uppläggnings av utredningens arbete, dels till att som en direkt anknytning till dagens ämne referera vissa av utredningens överväganden och ställningstaganden, nämligen sådana som har direkt anknytning till ämnet fri eller reglerad kapitalmarknad. Det blir för en del en liten rekapitulation men kan ge en viss sammanfattning inom detta begränsade område för dem som inte har studerat betänkandet.

Uppläggnings av utredningen har sin egen historia. Den försköts kraftigt efter hand. Delvis var det kanske beroende på en förändrad

intresseinriktning men framför allt tror jag att det berodde på den faktiska ekonomiska och finansiella utvecklingen som förändrades dramatiskt under den tämligen långa period som utredningen pågätt.

Under den första delen av utredningens arbete var diskussionen inriktad på AP-fonden och dess roll på kreditmarknaden, och det var naturligt med hänsyn till att utredningens tillsättande går tillbaka till 1959, då man fattade beslutet om införande av ATP och inrättande av AP-fonden. Då förutsattes nämligen att AP-fondens ställning och placeringsregler borde omprövas inom en tioårsperiod i ljuset av de erfarenheter som därunder hade nåtts. Det var en rimlig ståndpunkt med hänsyn till den radikala förändring i sparandets och kapitalmarknadens struktur som kunde förväntas inträda genom införandet av AP-fonden.

AP-fondens dominans blev kanske också större än beräknat. Det kan nämnas att AP-fonden under sin storhetstid i början av 1970-talet svarade för finansieringen av 80—90 procent av varje industriobligationslån som emitterades på den inhemska marknaden, och då utgavs över huvud taget inga obligationslån på den internationella marknaden. Denna situation har ändrats markant. AP-fondens andel av kapital- och kreditmarknaden är avtagande i stället för växande. Samtidigt har efter oljekrisen de utländska kreditmarknaderna genom omläggningen av valutaregleringen öppnats för svenska låntagare. Deras nuvarande betydelse kan illustreras med att den långa upplåningen utomlands förra året uppgick till 21 miljarder kronor netto, och det är faktiskt lika mycket som AP-fondens och de enskilda försäkringsbolagens sammanlagda placeringar under samma år.

Det var dock inte bara själva förändringen på kapitalmarknaden som föranledde ändringar i upplåggningen av utredningens arbete. Också den bakomliggande ekonomiska och finansiella bilden fick ett annat utseende. Alla rörelser förstärktes, som alla väl känner till. Bytesbalansen försämrades kraftigt efter förbättringen i början av 1970-talet, och inflationen blev av en helt annan dimension än tidigare. Vi har drabbats av en konjunkturnedgång utan motstycke under efterkrigstiden.

Problemen tornade alltså upp sig, och hur de skall lösas är frågor som alltid har någon anknytning till kredit- och kapitalmarknaden. Det fanns därför tendenser till att utredningen skulle växa ut till något slags universalutredning, som skulle ta upp alla slags problem. Det stor emellertid klart att något slags avgränsning var nödvändig. Som det framhålls i förordet har utredningen valt att lägga tyngd-

punkten vid en systematisk genomgång av institutionerna på den svenska kapitalmarknaden och kan kanske därför väsentligen karakteriseras som en studie i institutionell ekonomi. Utredningens konkreta förslag ligger också nästan uteslutande inom det området.

Verksamheten på kredit- och kapitalmarknaden kan knappast analyseras och värderas utan en utblick över den totala samhällsekonomin och över olika sektorer kreditbehov. En sådan utblick, om än inte heltäckande, har också gjorts i utredningens betänkande. Utredningen har inte haft förutsättningar för genomförande av en ny långtidsutredning, och det har inte heller varit avsikten. Den har därför tagit sin utgångspunkt dels i finansdepartementets långtidsutredning, LU 75, dels i Industriens Utredningsinstituts långtidsutredning 1976. De bedömningar som gjorts i dessa långtidsutredningar har, utan att man haft några krav på kvantitativt precisering och fullständig täckning, modifierats mot bakgrund av de mycket kraftiga förändringar som skett under utredningens sista skede. Ändå är det kanske möjligt att de senaste årens dystra bild inte helt återspeglas i utredningens egna bedömningar. Speciellt kanske det gäller industrin. Å andra sidan finns det väl en risk för att man kanske i alltför hög grad, om nuläget tas in i bedömningen, låter framtidsbedömningen präglas av detta.

Samtidigt som det är klart att den institutionella och funktionella uppbyggnaden av kapitalmarknaden bör utvärderas mot bakgrund av den samhällsekonomiska utvecklingen i stort och också mot bakgrund av de realekonomiska sektorernas kreditbehov måste det väl erkännas, att det ändå förelegat påtagliga svårigheter att i en samhällsekonomisk analys direkt förankra de konkreta förslag som utredningen har lagt fram. En allmän slutsats om utredningen dragit är att inpassningen av AP-fonden och till denna knutna institutioner har kunnat ske relativt friktionsfritt. Det är en uppfattning som redan finns antydd i utformningen av direktiven till utredningen. Dessa direktiv är nämligen allmänt hållna och pekar inte direkt på några akuta problem på kapitalmarknaden som måste lösas.

Även om utredningens egna förslag till effektivisering av kapitalmarknaden kanske därför kan uppfattas som relativt begränsade och något löst knutna till denna samhällsekonomiska analys i den första delen av betänkandet, tror vi att den analys som vi gjort kan ha ett självständigt värde. Den kan kanske ses som ett inlägg i debatten om balansbristerna i den svenska ekonomin. Den skillnaden föreligger också mellan de samhällsekonomiska och de institutio-

nella avsnitten i betänkandet. Medan ledamöterna i detalj tagit ställning till de konkreta institutionella förslagen har det i de förstnämnda avsnitten funnits ett visst utrymme för sekretariatet att förskjuta tyngdpunkten utan att ledamöterna för den skull behövt känna sig helt ansvariga för varje uttalande. Huvudlinjerna förutsätts dock varje ledamot ha skrivit under på.

Det är möjligt, även om det inte märkts så mycket att innovationslusten inom utredningen i någon mån dämpats av den strävan till enighet som funnits inom den. Med hänsyn till de vitt skilda intressen som funnits representerade i utredningen får de avvikande meningar som tagit formen av reservationer anses som tämligen få. Till detta har sannolikt bidragit den av mig nämnda obundenheten i de allmänna avsnitten.

Även om jag ser en del personer i denna lokal som kanske är intresserade av utredningens institutionella sida, förmodar jag att det i detta auditorium är den samhällsekonomiska analysen och de mera preciserade övervägandena beträffande kapitalmarknaden som fångar det största intresset. Jag skall dock hoppa över den del som rör de samhällsekonomiska balansproblemen och i stället gå direkt på ämnet för dagens diskussion genom att redogöra för några av de synpunkter som framförs av utredningen. Det skall väl erkännas att detta avsnitt tillhör det område inom vilket sekretariatet haft en "nisch", för att använda ett modernt ord inom produktutvecklingen, när det gäller att påverka tyngdpunkten i framställningen. Huvudlinjerna har dock kommitténs ledamöter varit eniga om.

Utredningens syn på kreditmarknadens och kapitalmarknadens funktionssätt har på det hela taget en marknadsinriktad prägel. I vissa avseenden kanske denna inställning faktiskt går utöver vad man på vissa håll inom näringslivet anser vara önskvärt. De flesta är faktiskt för konkurrens så länge de inte drabbas av den själva. Den marknadsekonomiska inriktningen framkommer bl a i utredningens inställning till sektoriseringen av kreditmarknaden. Enligt utredningens mening bör kreditgivningen inte sektoriseras genom en snäv branschinriktning av institutens verksamhet. Beträffande bostadssektorn har dock förutsatts att den reala planeringen som nu gäller för denna inte rubbas. På andra områden har utredningen gjort försök att omsätta sin syn i praktiken. Det visade sig dock svårt att förankra konkreta förslag i riktning mot att få en mer allsidig kreditgivning från flera kreditinstitut.

Ett annat uttryck för utredningens marknadsekonomiska inställning är den kritiska syn som

utredningen intar till ett växande inslag av automatik i den långsiktiga kreditgivningen. Automatiken i denna kreditgivning innebär att den prövning som förekommer på marknaden i stort sett inskränker sig till en säkerhetsprövning. Till denna kategori av krediter hör återlånen från AP-fonden. Men den snabba ökning som skett under senare tid hänför sig framför allt till arbetsmarknadsförsäkringarnas växande betydelse inom försäkringsinrättningarna.

Beträffande återlånen har utredningen föreslagit en revidering av systemet. Jag skall inte nu gå in på detaljerna, men förslaget bör innebära att de mindre företagen får lättare att utnyttja systemet samtidigt som en större del av AP-fondens kreditutbud till näringslivet kommer att ske över den reguljära långa marknaden, i första hand i form av obligationslån och kreditgivning via mellanhandsinstitutet.

Beträffande prisbildningen eller räntebildningen på kreditmarknaden intar utredningen också en marknadsinriktad men långt ifrån dogmatisk ståndpunkt. Några förslag till ändringar i gällande lagstiftning beträffande likviditets- och placeringskrav i likhet med vad som gäller beträffande emissionskontrollen har inte framförts av utredningen. Underförstått framgår behovet av likviditets- och placeringskrav i avsnittet om bostadssektorn. Utredningen utgår från att den sektorn även i fortsättningen, som jag nämnde, skall vara realt planerad. Utredningen menar att gällande kreditpolitiska lagstiftning bör vara tillräcklig för att trygga finansieringen av bostadsbyggandet på marknaden enligt de mål som uppsatts för dess reala omfattning utan att man gör några institutionella förändringar i form av inrättande av en bostadsbank. Men det innebär samtidigt — åtminstone som jag uppfattat saken — att den lagstiftning som finns beträffande placerings- och likviditetskrav bör finnas kvar för att säkerställa denna finansiering av bostadsbyggandet.

I fråga om emissionskontrollen är kapitalmarknadsutredningen mera explicit. Den framhåller bl a att inflationens snedvridande effekter nu är en av orsakerna till att möjligheterna till en fri räntebildning på kredit- och kapitalmarknaderna starkt begränsats. Utredningen drar den slutsatsen att emissionskontrollen åtminstone i nuvarande läge bör bibehållas som den för närvarande fungerar. Samtidigt understryker också utredningen att detta inte bör hindra att en ökad flexibilitet i lånevillkoren kommer till stånd, med en anpassning till långivarnas och låntagarnas preferenser och behov.

Även om utredningen sålunda gör klara reservationer mot en helt fri marknad, är ändå grundinställningen den att räntenivån skall an-

passas till kreditefterfrågan. En sådan anpassning underlättas av att marknadsröntan för bostadssektorn genom subventioner faktiskt satts ur funktion som kostnadsfaktor. Redan i utredningens remissyttrande över bostadsfinansieringsutredningens betänkande framhölls, att betydelsen av en sådan frikoppling i och med att man ville bibehålla en real planering av bostadsbyggandet möjliggjorde en ökad rörlighet, utan att man ständigt behövde beakta bostadsbyggandets omfattning. Frågan är närmast om man i vissa lägen kan tillåta sig ett visst inslag av ökad ransonering utöver vad som brukar kallas "the normal fringe of unsatisfied borrowers". Det är en debatt som har förts med större eller mindre intensitet under hela efterkrigstiden. Den har kanske mindre gällt kapitalmarknaden än bankernas utlåning under perioder när vi haft utlåningstak och andra restriktioner. Jag har ändå fått det intrycket att debatten härom har varit mindre framträdande under senare år. I varje fall gäller det allokeringsspekterna på en sådan ransonering. Däremot har kanske fördelningseffekterna och diskussionen av dem blivit mer framträdande.

Vad gäller resursallokeringen för utredningen vissa principiella resonemang, som utmynnar i slutsatsen att de ogynnsamma verkningarna på resursallokeringen av ett begränsat inslag av kreditransonering inte bör överdrivas och att ett sådant inslag under vissa inte alltför orealistiska förutsättningar tvärtom kan ha positiva allokeringseffekter. Jag kan väl säga att sekreteraren på den här punkten har fört pennan kanske i litet större utsträckning än vad alla ledamöter skrivit under på. Det skall ändå tilläggas att den här synen ändå vilar på en tilltro till kreditinstitutens förmåga att bedöma olika projekt och välja ut de mest räntabla. Utredningen understrekar dock vikten av att räntenivån relativt väl anpassar sig till den stramhet som råder på kreditmarknaden.

I detta sammanhang skulle jag gärna som en personlig synpunkt och kanske som en fråga, som kan stallas i denna debatt, vilja tillägga att det vore intressant att från kritikernas sida få belyst i mera konkreta termer vilka felallokeringar som har gjorts i svenskt näringsliv just till följd av den kreditåstramning som vi från tid till annan har haft. Detta kunde kanske tas upp till diskussion här, eftersom en sådan debatt ofta förs från principiella utgångspunkter. Det vore intressant att få belägg på även vad som har hänt rent praktiskt.

Att allokeringsspekterna under senare år kommit något i skymundan vid diskussionen av kreditmarknadens och kapitalmarknadens funktionssätt tror jag bl a beror på att så många

andra faktorer kommit in i bilden, att räntan i varje fall i något mindre utsträckning än tidigare spelar roll vid projektbedömningen. Sekretariatet har kanske ibland fått det intrycket att det funnits förväntningar om att kapitalbildningsproblemen i den svenska ekonomin skulle lösas genom de förslag som utredningen skulle komma att lägga fram. Denna känsla är kanske i viss mån överdriven, eftersom man när man sitter i sekretariatet blir speciellt utsatt. Vad utredningsarbetet har lärt oss är kanske snarast att det är kapitalbildningsproblemen i vid mening som måste lösas för att kredit- och kapitalmarknaden skall fungera någorlunda väl — och inte tvärtom.

I det sammanhanget vill jag först och främst framhålla att inflationstakten måste dämpas kraftigt. Det är väl en av de faktorer som gör att man har en känsla av att räntan spelar en mindre roll vid projektbedömningen än tidigare. Vårt ekonomiska system och det skattesystem som vi har är ju inte skapade för att med nuvarande inflatoriska störningar medge en acceptabel fördelning av inkomster och förmögenheter. Det är också uppenbart att företagens soliditet måste förstärkas. Det är ett klart ställningstagande från utredningens sida. Ett av de mest centrala problemen i det sammanhanget är att finna ur fördelningspolitisk synvinkel acceptabla vägar att tillföra företagen mer ägarkapital. Detta är alltså centrala frågor för kapitalmarknadens funktionssätt men också frågor som legat utanför utredningens mandat.

För dagens överläggningar kan man säga att det finns två vägar öppna. Jag har diskuterat dessa frågor från två olika sidor. Den ena är en analys av kapitalmarknadens funktion i mera traditionell bemärkelse vad gäller allokeringen av kapitalresurserna. Den andra är en genomgång av de yttre faktorer som stör kapitalmarknadens funktion över huvud taget och hur dessa skall elimineras. Jag förmodar att bägge dessa vägar kommer att beträdas under kvällens lopp.

Ordföranden:

Vi tackar utredningens sekreterare för denna inledning. Det var också intressant att få höra om en sekreterares känsla av att det fanns nischer för att skriva vad han själv tänkte och tyckte när det gäller avsnitt som ledamöterna kanske tog litet lättare på medan det fanns andra, där han kunde tycka att slutsatserna var litet mera knepiga.

Johan Myhrman:

Jag har närmast sett som min uppgift att försöka gå litet närmare in på de teoretiska grunderna för dagens rubrikämne. Det är kanske en

självpåtagen uppgift, men jag har fått den uppfattningen att det kan finnas visst fog för att göra detta. Jag kommer att representera en uppfattning som förmodligen många inte instämmer i. Men jag anser också att jag har ganska goda grunder för den uppfattningen.

Jag skall faktiskt börja med att säga en del positiva saker om utredningen. Jag tycker att den representerar något så unikt som en utredning om svensk kreditmarknad som inte undviker de fundamentala problemen. Till skillnad från många andra utredningar ser jag i den i varje fall ett försök att diskutera — och ett fint försök — det som jag uppfattar som många av grundproblemen, även om man sedan inte alltid kan ansluta sig till de slutsatser som eventuellt dras av detta resonemang. Risken är naturligtvis den att utredningen också kan komma att utsättas för en kritisk granskning, och det kommer väl också att ske. Men jag tycker att det är ett uttryck för en intellektuell hederlighet att angripa problemen och att sakligt och med anknytning till ekonomisk teori försöka genomföra denna diskussion. Jag tycker att man alltför ofta i offentliga utredningar — för tiden finner att det är intressegrupperingar i samhället som där markerar sina positioner i frågan utan att man på något sätt ger sig in på en mera förutsättningslös principiell diskussion.

När det gäller dagens ämne, fri eller reglerad kapitalmarknad, tycker jag mig i utredningen finna — och även hos inledaren — en ambivalens i inställningen eller möjligen någon form av institutionell restriktion, om det nu beror på att ett stort antal deltagare i utredningen suttit i ett visst hus i sina normala befattningar samtidigt som de har arbetat med utredningen. I många formuleringar återspeglas ett intresse för vad man kallar en ökad marknadsmässighet. Lars Hansson har själv nämnt en del synpunkter, och jag vill läsa upp vad som framhålls på sidan 71 i betänkandet: "Kapitalmarknadsutredningen vill dock understryka vikten av att räntenivån relativt väl anpassar sig till den stramhet som råder på kreditmarknaden. Svängningarna i räntan bör därför inte hämmas av krav på låga lånekostnader för vissa prioriterade projekt."

Jag tycker personligen att detta är en tilltalande formulering, men jag konstaterar tyvärr också att man sedan i ett flertal frågor av typen emissionskontroll, likviditetskvoter, utlåningstak och andra kreditpolitiska medel icke vill leva upp till denna önskan om hur marknaderna kanske skulle kunna utformas. Jag tycker att det ligger en konflikt i detta. Man kan naturligtvis vidta marginella förändringar, men man kan inte tala om fördelen av ökad mark-

nadsmässighet samtidigt som man i stort sett inte vill ändra på de former av regleringsåtgärder som man belägger dessa marknader med.

Jag vill också notera att det i utredningen förekommer påståenden av typen att den svenska kreditmarknaden i något slags kvantitativt avseende är relativt stor jämfört med utländska kapitalmarknader, alltså att vi i den meningen inte är något underutvecklat land. Detta påtalades också av Lars-Erik Thunholm i en artikel 1973 i Skandinaviska Enskilda Bankens kvartalsskrift. Det gör naturligtvis att man genast börjar fundera över om inte de problem som vi upplever på denna marknad är att pris-, ränte- eller marknadsmekanismen inte fungerar tillräckligt bra.

Jag skall gå vidare med att se på vilka argument som utredningen anför för vad vi kan kalla den bestående ordningen. Den tar upp två huvudargument. Det ena är att bostäder och statlig upplåning är i någon mening prioriterade och skall så vara enligt vad riksdagen har bestämt. Detta skulle på något sätt motivera en särbehandling av dessa sektorer. Som nationalekonom kan jag hålla med om att man på politisk väg kan prioritera vissa områden. Om detta på något sätt stör den sk resursallokeringen, som man säger att det gör, beror i mycket stor utsträckning på vilka medel man använder för att uppnå dessa mål. Målsättningarna kan vi alltså i och för sig acceptera utan att samtidigt hävda att medlet är det rätta, nämligen att man skall erhålla dessa krediter till en låg kostnad och att därför en del av räntan och marknaden måste låsas, varefter via olika kvotsystem och liknade anordningar dessa krediter förs över till stat och kommun. Jag kan inte se att det är ett rationellt argument från nationalekonomisk synpunkt, om man inte till detta fogad ytterligare argument. Vi skulle naturligtvis säga: OK, låt staten och kommunerna på marknaden bjuda till sig de krediter de behöver! Kostnaden för detta kan vi alltid ta fram via beskattningen över statens budget. I viss mån gör man det numera när det gäller bostadsmarknaden, och det framhålls också i kapitalmarknadsutredningens betänkande. Men det gör, tycker jag, att det finns desto mindre skäl att hävda, att man bara för att man vill prioritera bostädernas och statens andel av kreditmarknaden också skall behöva få en felallokering i systemet.

Det andra teoretiska argumentet gäller ett oerhört stort principiellt problem i hela vår ekonomi, nämligen hur man skall komma underfund med att ingripanden är motiverade. Jag vill hävda att kapitalmarknadsutredningen här för ett inom vissa delar av nationalekonomin vanligt resonemang, som vi kan kalla för nir-

vanametoden. Detta resonemang består i att man bygger upp en modell, där man antar att det råder perfekt konkurrens överallt. Det finns inte mycket av risk — i varje fall är den mycket neutral — och över huvud taget existerar inte informations- och transaktionskostnader. I en sådan modell kan man visa att det så småningom kommer att bli ett allmänt jämviktstillstånd och att detta är vad man kallar paretooptimalt, vilket på mera normalt språk skulle betyda att man har största möjliga effektivitet i samhället.

Denna nirvanametod går vidare ut på att efter att ha målat ut denna vackra bild av Guds rike på jorden ser man ut på verkligheten och finner, att det inte alls är på detta sätt. Då säger man att det är mycket tråkigt att vi inte har denna optimalitet i ekonomin. Resursallokeringen är inte så bra som den borde vara, och därför måste vi ingripa med myndighetsåtgärder av något slag.

Då finns en mycket stor risk för att man gör sig skyldig till endera eller båda av två typer av misstag, som fått var sitt namn. Det första kan vi kalla "gräset-är-grönare-misstaget". Det består i att man med utgång från idealbilden tänker sig att staten med ett verktyg av något slag, förmodligen genom en reglering, rättar till resursallokeringen så att den blir optimal igen. Men problemet med denna metod är att man ofta glömmer att fundera över eller att försöka mäta eller diskutera de kostnader som är förenade med att staten gör ett ingrepp. Det betyder inte att den statliga ingreppsmekanismen behöver vara utan samhällsekonomisk kostnad. Det är inte nog med alla som arbetar med sådana ingrepp, utan man måste också tänka sig att de inte har perfekta informationer, att de gör fel osv. Man kan diskutera hur detta skall mätas, men jag vill bara här peka på principproblemet. Vad man kallar den fria marknadens bristande funktionsduglighet brukar betecknas market failures. Vi kan också ha government failures.

Det andra misstag som man kan göra finns redovisat på sidan 70, där det står följande: "De just nu tätt duggande kriserna i olika företag och branscher bär syn för sägen om att investeringsprojekt, som ansågs komma till en hög avkastning, inte alls motsvarat förväntningarna och att tidigare säkra låntagare skulle falla utan ett omfattande statligt stöd."

Man vill alltså peka på att den s k fria resursmekanismen med fri räntebildning kan ge sådana olyckliga utgångar, beroende på att företagen inte kan bedöma utvecklingen. Då har man begått vad jag skulle vilja kalla "fria-lunch-misstaget", nämligen att man jämför den

perfekta situationen, det ideala tillståndet, med ett tillstånd där det finns någonting som verkligen är en risk. Frågan är om man kan eliminera denna risk kostnadsfritt. Finns det ingen kostnad för den, finns det mycket som talar för att man anlägger detta betraktelsesätt. Däremot håller väl de flesta med om att risken är en samhällsekonomisk kostnad i det samhälle vi lever i. Det betyder att den risken är något som man måste ha. Man kan inte bortse från den om man så vill. Det betyder också att existensen av denna risk inte i sig är ett skäl för offentliga ingrepp.

Det betyder helt enkelt att man skulle vilja ha en annan jämförelsenorm. Denna norm leder mycket lätt till att en företeelse som finns i samhället, av typen risk, odelbarhet osv, gör att man företar ingrepp som medför att man får ännu mindre marknadsmässighet när det i själva verket finns möjligheter att i stället öka marknadsmässigheten, t ex genom att undvika sådana ingrepp.

Det finns inget enkelt svar på en hel del av dessa frågor, men jag har velat framhålla att den teoretiska grunden för denna typ av försvar för ingrepp är mycket bräcklig. Jag tycker därför att följande uttalande på sidan 70 i utredningen inte är särskilt väl grundat:

"Slutsatsen av ovan anförda synpunkter är närmast att de ogynnsamma verkningarna på resursallokeringen av ett begränsat inslag av kreditransonering inte bör överdrivas." För övrigt tycker jag att man som tidernas understatement kan notera talet om ett "begränsat inslag" av kreditransonering i svensk ekonomi.

Vad jag skulle vilja ta fram som det positiva argumentet för marknadsmässighet när det gäller räntebildningen är helt enkelt att det så att säga sunda ekonomiska förnuftet i kombination med viss ekonomisk teori säger att kostnader för prioriteringar på kreditmarknaden ger utslag i räntebildningen, om denna inte är reglerad. På detta sätt får man ett mått på den samhällsekonomiska kostnaden för olika slag av prioriteringar, och därmed kan man väga dem mot varandra.

Det är, skulle jag vilja hävda, en grundtanke som går igen vare sig man lever i en socialistisk eller i en kapitalistisk ekonomi. I den socialistiska försöker man via ett välutvecklat plan-system räkna fram dessa kostnader i form av vad som då kallas skuggpriser. I ett marknads-system vill man att de kommer fram i form av marknadspriser eller marknadsräntor för att se vad den samhällsekonomiska kostnaden är. Det finns en risk att man lägger sig mitt emellan, så att man över huvud taget inte ser vad det kostar t ex att prioritera bostäderna, som

var fallet under t ex 1950- och 1960-talen.

Jag vill avsluta med att säga några ord, kanske inte så mycket till utredningens ledamöter, som tydligen har avslutat sitt arbete, utan mera till dem som i sin egenskap av riksbanksarbetare skall fortsätta att verka på denna marknad. Jag vill citera ett ordspråk: Att erkänna att man misstagit sig är att visa, att man är klokare i dag än i går.

Erik Dahmén:

Johan Myhrman började med att säga att han själv hade valt ämnet för kvällens diskussion. Det tyckte jag inte att han hade gjort — han höll sig inom rubrikens ram. Det kommer dock inte jag att göra. Jag kommer inte att uppehålla mig vid frågan om fri kontra reglerad kapitalmarknad — i varje fall inte i detta inledande anförande — utan snarare vid vad en kapitalmarknad, fri eller reglerad, *inte* kan åstadkomma. Men man kanske kunde säga att det faller under den av inledaren angivna rubriken, nämligen faktorer som ligger utanför kreditmarknaden som sådan men som stör kapitalmarknaden och förhindrar dess funktion. Jag skall uteslutande uppehålla mig vid frågan om industrins kapitalförsörjning, som kapitalmarknadsutredningen ju sysslat mycket med.

Jag vill först notera det berömvärda i att utredningen inte bara gör en fin analys, låt vara kortfattad, av hur den svenska samhällsekonomin har kommit fram till det läge som vi i dag har utan också så klart framhåller, att det stora problemet med kapitalförsörjningen — som det ju är en kapitalmarknads uppgift att sköta på bästa möjliga sätt — inte ligger i kapitalmarknadens institutionella förhållanden och funktionssätt, sådana som de bestäms av lagar, traditioner och penningpolitik. I stället ligger det, som framhålls, i industrins alltför låga räntabilitet, och det anförs att denna måste stiga väsentligt för att de investeringar som behövs för att nå uppsatta mål eller i varje fall diskuterade alternativa samhällsekonomiska mål skall kunna komma till stånd.

För min del skulle jag ha önskat att detta förhållande understrukits ännu starkare och framför allt kanske preciserats något till sin innebörd, eftersom denna enligt min uppfattning bör uppfattas något annorlunda än vad som är brukligt. Då skulle det större problemkomplex som därmed aktualiserats ha belysts ännu mer än vad som är fallet i kreditmarknadsutredningens betänkande. Detta kunde ha varit bra. Även om utredningen ju inte hade till uppgift att penetrera detta problem kunde den gärna ha gläntat litet mera på dörren till rummet — utan att gå in i det.

Jag fruktar nämligen att det behövs mera än kapitalmarknadsutredningens nuvarande framställning för att förebygga att politiker och andra får för sig att industrin lider en brist på kapital, som i avgörande grad skulle kunna på ett investeringsgenererande sätt täckas med hjälp av ett antal reformer på kapitalmarknaden eller med ett tvångssparande, innebärande sänkta avkastningsanspråk från dem som disponerar detta tvångssparande. Jag tänker här på olika former av sk löntagarfonder. Att en sådan fruktan inte är alldeles omotiverad tycker jag framgår av att det just nu talas särskilt mycket om att en "ökad kapitaltillförsel" genom organiserade fonduppbbyggnader behövs för att få till stånd en ökad investeringsverksamhet och för att "trygga jobben".

För att klargöra vad jag menar med min önskan att kapitalmarknadsutredningen ännu starkare skulle ha understrukt vad den i och för sig framhåller vill jag ta som utgångspunkt utredningens redovisning av vad som hänt med industrins räntabilitet de senaste årtiondena. Man konstaterar att avkastningen på det totala kapitalet har sjunkit, och detsamma är fallet med soliditeten, medan avkastningen på eget kapital med hjälp av den sk hävståndeeffekten hållits uppe ända fram till senare år.

Jag vill hävda att det hela är värre än vad denna bild ger vid handen. Detta leder i sin tur till inte helt ointressanta slutsatser beträffande den möjliga betydelsen av förslag till reformer på kapitalmarknaden liksom beträffande möjligheterna till framgång med försök att t ex genom löntagarfonder tillföra industrin investeringsgenererande kapital. För att underbygga min uppfattning behöver jag gå bakom de stora statistiska summeringar som presenteras och som innebär, att man buntat ihop företag med många olika utvecklingsmönster och förändringar av sina finansiella profiler, och i stället dis-aggregera den statistiska bilden så att företag med olika utvecklingsmönster och olika finansiella profiler framträder. Då finner man ganska intressanta ting.

Det förhåller sig inte så att flertalet företag är samlade kring ungefär samma, men alltså sjunkande, avkastning på det totala kapitalet och tillika sjunkande soliditet och till slut också sjunkande avkastning på eget kapital. En dis-aggregering av det statistiska materialet efter 1965 visar en anmärkningsvärt stor spridning inom populationen av företag vilket inte är fallet för tiden före 1965. Ett antal företag fortsatte även efter mitten av 1960-talet, då stora förändringar inträffade med ganska stor plötslighet i den svenska industrins konkurrensförutsättningar att ha en hög avkastning på det totala

kapitalet, god soliditet och hög avkastning även på eget kapital samtidigt som en ökad och så småningom anseelig mängd företag uppvisade betydligt sjunkande avkastning på totala kapitalet, avsevärt sjunkande soliditet och på senare år till och med kraftigt sjunkande avkastning på eget kapital, då hävstångseffekten inte längre förelåg.

En annan iakttagelse som man kan göra, inte i statistiken utan på grundval av annan kunskap om verkligheten som har sitt intresse i detta sammanhang, är att endast ett fåtal företag avsiktligt utnyttjat hävstångseffekten. Den mycket lönsamma kategorin har emellertid oplanerat fått en sådan effekt så att säga på köpet, medan den sistnämnda "dåliga" kategorin, som fortlöpande överraskats av snabbt sjunkande räntabilitet, fått sin ekonomiska kris uppskjuten utan något planerat utnyttjande av en hävstångseffekt.

Vad jag med det nu sagda vill understryka är att en disaggregerad statistisk bild avslöjar något som nästan gör skäl för beteckningen dramatik men som döljs av den på vanligt sätt aggregerade statistiska bilden. Det betyder samtidigt att en intressant problematik inte kommer tillräckligt fram i diskussionen, bl a i fråga om sambanden mellan kapitalmarknad och investeringar.

Den verklighet som avslöjas leder klart fram till bl a följande slutsatser. Möjligheterna att få till stånd en betydligt ökad investeringsverksamhet genom kapitalmarknadsreformer är för det första ännu mindre än vad kapitalmarknadsutredningens framställning kan ge intryck av. För det andra, vilket är ännu viktigare, kan man inte få till stånd denna betydligt ökade investeringsverksamhet genom tillförsel av kapital via olika former av tvångssparande. De kan i varje fall få mycket mindre effekt på investeringarna än vad man ganska allmänt tycks föreställa sig, om man får döma efter debatten — och det får man väl göra.

Om en majoritet av företagen hade haft den finansiella bild som framkommer genom salderingar på den höga aggregationsnivån, dvs om man hade haft en statistisk normalfördelning, skulle sannolikt möjligheterna att få till stånd den ökade investeringsverksamheten ha varit rätt stora. Då skulle det nämligen ha funnits ett "lager" av tänkbara men före en sänkning av avkastningsanspråken icke aktuella investeringsprojekt. Genom en forskjutning av utbudskurvan för kapital och ändringar av lagar för olika kapitalplaceringar, tex skattelagar skulle delar av detta "lager" ha aktualiserats. Om man hade haft ett sådant lager av i och för sig tänkbara projekt, som före sänkningen av

avkastningsanspråken inte såg ut att vara aktuella projekt, skulle de efter en sådan ha kunnat bli det. Man hade kunnat säga att utbudselasticiteten vid sänkta avkastningsanspråk i så fall skulle ha varit rätt hög vid en normalfördelning inom populationen.

Men så förhåller det sig inte nu. Något schematiskt och tillspetsat kan man uttrycka det på följande sätt. De väl räntabla och solida företagen behöver inte kapitaltillskott med hjälp av sänkta avkastningsanspråk. Atskilliga bland de föga lönsamma och de flesta av de olönsamma kommer inte heller att stimuleras till ökade investeringar i vart fall inte lönsamma sådana. Deras problem har nämligen i hög grad skapats genom en kombination av olönsamt realkapital och avsaknad av lovande nya projekt i den situation som de hamnat i och befinner sig i även nu. Jag menar således att en aggregerad investeringsfunktion ser annorlunda ut vid en liten än vid en stor spridning av populationen, en spridning som uppkommit genom att så många företag slagits mer eller mindre knock-out på den arena där de så att säga av födsel och ohejdad vana länge varit verksamma. Mycket talar för att en tvångssparandevägen ökad tillförsel av kapital till en sådan population, som ju redan pågår i betydande utsträckning, skulle leda till att en hel del goda pengar kastas efter dåliga utan att generera någon betydligt ökad investeringsverksamhet, i varje fall inte en räntabel sådan.

Nu är det så att även många tvångssparandeförespråkare har klart för sig att räntabiliteten måste stiga för att den ökade kapitaltillförseln skall kunna ge resultat i form av betydligt ökade investeringar. En del av tillförseln av kapital genom fondbildningarna förutsätter för övrigt vinster. Detta aktualiserar en ny fråga. Vad är det man räknar med skall höja räntabiliteten?

För det första: en internationell högkonjunktur. Den förhoppningen kan naturligtvis bli uppfylld. Men en analys av de problem som uppkommit inom svensk industri, som man i dag brottas med och som resulterat i det utvecklingsmönster och de finansiella profiler som jag nyss talat om, visar att det skulle behövas ett kraftigt internationellt konjunkturuppsving för att en så avsevärd ökning av tillräckligt många företags räntabilitet skulle komma till stånd som behövs för att locka fram en livlig investeringsverksamhet. Skulle ett sådant kraftigt uppsving mot förmodan komma skulle ett lika kraftigt bakslag följa tätt efter, och då skulle vi vara tillbaka i den nuvarande situationen eller i något ännu värre, eftersom den nuvarande situationen vuxit fram genom en mycket längre utveckling än den som ägt rum under

de senaste åren. Så värst många tillskott av lovande projekt som skulle kunna igångsättas, när kapital erbjuds med något sänkta avkastningsanspråk, skulle det inte bli ens då.

För det andra: förhoppningar på fortsatta devalveringar. Så länge de grundläggande förutsättningarna för industrin, som har förändrats så mycket under de senaste 10—15 åren, fortsätter att uppvisa samma mönster som nu har jag dock mycket svårt att se att de — under de i samhället i övrigt rådande förhållandena — skulle kunna generera den livliga investeringsverksamhet via ökad räntabilitet som är önskvärd.

I anslutning till det berörda konjunkturuppgångs- och devalveringsalternativet, som säkerligen skulle öka inflationstakten, kan jag inte underlåta att säga något som tycks vara föga förstått, och detta återigen delvis därför att så många resonemang förs på en alltför hög aggregationsnivå, ibland med utgång från vilseledande statistiska bilder av schematiskt slag.

På sina håll lever fortfarande trots senare års erfarenheter en föreställning kvar — och den skytmår också i kapitalmarknadsutredningen — att en, med snabb inflation följande hög penningränta i själva verket är en låg s k realränta för företagen och att detta i sin tur skulle betyda att räntan ifråga inte behöver uppfattas som den hämsko på investeringarna som den ytligt sett före deflateringen av penningräntan kan se ut att vara. Att det sättet att resonera kan vara högst vilseledande och farligt för dem som tillämpar det avslöjas särskilt tydligt om man har den riktiga statistiska bilden av industrins finansiella utveckling och läge klar för sig. Vi har redan en stor mängd exempel sedan 1960-talets mitt på, och kan säkerligen få många fler, att företagens intäkter kan sjunka dramatiskt inte bara trots snabb inflation utan rent av som en följd av en sådan. Det är just den bilden som är så framträdande i tider av omvälvning av industrins konkurrensförutsättningar. Ingen företagsstyrelse som ser sin räntabilitet försvinna och bytas i förlust torde när fordringsägarna kräver sina räntor kunna finna någon större tröst i att titta på den årliga stegringen av konsumentprisindex och ångra att man inte lånat ännu mer pengar till en låg realränta.

Nå, men vad är det då som kan lyfta upp räntabilitetsutsikterna för ett tillräckligt antal företag för att stimulera en kraftig investeringsökning, när nu konjunkturerna och devalveringar inte kommer att räcka till ens vid en låg men alltså ofta värdelöst låg realränta?

Det förefaller alldeles klart att för att få en sådan höjning av räntabiliteten att investering-

arna ökar väsentligt fordras i vår situation inte bara kapitalmarknadsreformer, ökad kapitaltillförsel genom tvångssparande, bättre konjunkturer utifrån och fortsatt låg realränta utan någonting helt annat.

Eftersom min tid för detta inledande inlägg är slut, vill jag be herr ordföranden att få återkomma senare, om han vill ge mig tillfälle att förklara vad jag menar behövs för att generera en livlig investeringsverksamhet.

Ordföranden:

Vi kan försäkra dig att vi gärna vill veta detta.

Krister Wickman:

Erik Dahméns sätt att sluta sitt anförande var kanske för åhörarna något frustrerande, och det är ett motiv för mig att fatta mig kort, så att han strax kan komma upp igen här i talarstolen. Jag kommer för egen del att dra ner debatten på en något lägre nivå än vad den hittills rört sig på — man kan också säga att jag skall försöka konkretisera den.

Ämnet för denna överläggning är "Fri eller reglerad kapitalmarknad?". Som alla som har deltagit i eller lyssnat på sådana diskussioner tidigare väl kommer ihåg har en fri kapitalmarknad historiskt mycket ofta varit liktydig med en starkt vidgad kapitalmarknad, som dels skulle ha starkt positiva allokeringmässiga effekter, dels — och detta är naturligt eftersom denna diskussion ofta initierats på bankhåll — leda till att bankerna slapp fungera som framreglerade obligationsreservoarer.

Jag tycker att det i dagsläget finns ett särskilt skäl att på nytt mycket allvarligt diskutera möjligheterna att vidga kapitalmarknaden, och det skälet har litet grand försvunnit i debatten kring våra aktuella bekymmer. I bedömningen av dagens ekonomiska politik uttalas från ekonomihåll mycket ofta varningar till dem som utformar den ekonomiska politiken mot att i alltför hög grad gripas av en irrationell rädsla för stora budgetunderskott. Jag har i och för sig stor förståelse för att politikerna i dagens situation har drivits till mycket stora budgetunderskott, men uppenbart har de samtidigt litet dåligt samvete för vad dessa budgetunderskott kan leda till. De möter då från ekonomerna förebräelse för att deras oro för stora budgetunderskott är alldeles obefogad och att de egentligen borde acceptera betydligt större sådana än vi i dagsläget har. Denna rekommendation bygger — och nu kommer jag strax tillbaka till det som vi diskuterar i dag — på den ibland uttalade men ofta outtalade förutsätt-

ningen, att det inte bara är möjligt utan också mycket lätt att finansiera dessa budgetunderskott på ett sådant sätt att de inte bäddar för problem i nästa konjunkturuppgång. Det är då fråga om en upplåning i obligationer inom eller utom landet. Det är synd att denna diskussion inte har förts litet mera explicit och litet längre än vad som har varit fallet.

Dagens budgetunderskott är i storleksordningen 30—35 miljarder, och man kan göra en kalkyl över hur mycket av detta som sannolikt kommer att finansieras genom utländsk upplåning. Ur nuvarande halvreglerade kapitalmarknad — jag antar att Johan Myhrman tycker att "halvreglerad" är ett understatement, men jag tycker inte det — kan man kanske pressa ut cirka 10 miljarder, och det betyder en väldig ökning av bankernas obligationsinnehav och balanser. I förening med en sannolik — kanske också planerad — kreditexpansion från bankernas sida kommer vi att få en penningmängdsökning i den svenska ekonomin, som på någon sikt kommer att ställa oss inför mycket svåra problem.

Jag tar upp denna fråga därför att jag tycker att det är skada att denna sida av marknadens uppgifter inte har blivit mera uppmärksammas i diskussionen om kapitalmarknadens kapacitet och om vi bör välja en fri eller reglerad kapitalmarknad. Vad jag tror att vi kommer att hamna i är ett tillstånd med olika halva lösningar av detta problem. Jag räknar sålunda med att riksbanken kommer att drivas till att försöka vidga marknaden genom en målmedveten förändring av räntestrukturen. Vi har försökt med det tidigare, bl a 1975, och försök i den riktningen gjordes något senkommet och halvhjärtat också för några veckor sedan. Det vore i och för sig värdefullt att konkretisera diskussionen om den fria kontra den reglerade kapitalmarknaden bl a mot denna bakgrund, för att något så när försöka kvantifiera hur den räntepolitik ser ut som skulle göra en finansiering av budgetunderskottet möjlig utan en mycket kraftig likviditetsuppyggnad. Denna diskussion brådskar ty vi är sedan inne i en process som kommer att medföra den förmodligen snabbaste penningmängdsökning som vi har haft under hela efterkrigstiden.

Det är också möjligt att vi kommer att hamna i en skärpt regleringsfinansiering av statens upplåning. Skall den bli effektiv, måste man vara beredd att ta den åtföljande "crowding out"-effekten gentemot andra låntagare på marknaden. Det tror jag nu inte att man realistiskt kommer att göra. Innebörden av denna betraktelse är att det finns ytterligare skäl för pessimism när det gäller möjligheterna att be-

gränsa inflationen, trots att detta var ett av de huvudvillkor som skulle uppfyllas för att få en fungerande marknad och en fungerande ekonomi.

Det finns ett annat område, där jag för att konkretisera diskussionen vill redovisa ett material som finns i utredningen. Det har att göra med företagens finansiering, vilket också Erik Dahmén var inne på. Såvitt jag kan se var den analys som Erik Dahmén gjorde i stora drag riktig. Utvecklingen kan belysas också från en annan utgångspunkt, delvis med hjälp av det låt vara aggregerade material som finns i utredningen. Jag syftar då på ett par tabeller som redovisar industrins skuldstruktur.

För de senaste år som finns med i denna redovisning, nämligen 1974 och 1975 och som kan jämföras med 1966 som utgångspunkt, finner vi att mer än hälften av industrins totala skuldsättning eller upplåning kommer från den icke organiserade svenska kreditmarknaden, dvs i form av handelskrediter och lån från utomstående företag, och från sk rörelsegenererade krediter, dvs pensionsskulder, lån från personalstiftelser, skatteskulder och löneskulder. Utmärkande för dessa skulder är att de i stort sett inte förutsätter någon annan prövning än en enkel säkerhetsprövning. Spegelbilden av denna höga andel av icke marknadsupplåning är naturligtvis att den organiserade marknadens andel av industrins upplåning är förhållandevis låg. Jag tror att den är lägre än vad man i allmänhet föreställer sig och att detta förhållande borde mera beaktas i den diskussion som förs om marknadens allokeringseffekter.

År 1966 uppgick den organiserade svenska marknadens andel till 30 procent, och den hade år 1974 sjunkit till 28 procent. Då har man ändå, vilket kan diskuteras, till denna marknad hänfört återlånen inom ATP-systemet, återlånen inom försäkringsbolagens utlåning och även den statliga utlåningen. Av den sålunda definierade marknadslåningen svarar affärsbankerna för en krympande andel. Från 42 procent år 1966 har den det sista år vi hade statistik för, 1975, sjunkit till 27 procent. Det som i stället växer är återlånen och mycket markant utlåningen från mellanhandsinstituten. Men sedan under denna period ökar också de statliga krediterna. Det är inom denna period framför allt fråga om lokaliseringsslån, som stiger från 2 procent till 6 procent av industriföretagens skulder på denna marknad.

Denna kreditmix leder till en låg genomsnittsränta för företagets skuldsättning och förstärker därmed den hävstångseffekt som Erik Dahmén var inne på. Ökningen av icke marknadsprövade krediter har naturligtvis också bi-

dragit till att sänka den finansiella risken för företagen. Det kan vara en av förklaringarna till att industrin har accepterat den radikala sänkning av soliditeten som har ägt rum. Men det måste också betyda att kreditmarknadens och kapitalmarknadens påverkan på allokeringen har reducerats på grund av att denna utlånings relativa andel av företagens kredittagning sjunker, och inte minst på grund av den växande roll som statliga krediter spelar. Vi skall även komma ihåg att utanför denna statistik ligger hela den statliga garantivivningen, som naturligtvis också verkar i hög grad kreditallokerande.

I utredningens slutfas accelererade denna utveckling. Företagssparandet gick drastiskt ned 1976 och 1977 liksom också investeringsefterfrågan under 1977 och 1978, samtidigt som den statliga kreditgivningen ökade utomordentligt starkt. Hur snabbt den ökade hade vi svårigheter att kartlägga, trots rätt intensiva ansträngningar. I kapitlet om de offentliga finanserna i årets nationalbudget — som kom ut sedan vårt betänkande hade gått till tryckning — finner vi dock en uppgift om detta, och jag vet inte om den fått den uppmärksamhet som jag tycker att den förtjänar. Där redovisas nämligen att statens utgifter över budgeten för lån och aktieteckningar till näringslivet för år 1977 uppgick till drygt 5 miljarder kronor och att den stiger avsevärt under innevarande år, till en total utlånings- och finansieringsutgift på 12 miljarder. Detta belopp inkluderar också bostadslångivningen. Jag antar — det redovisas inte i tabellen — att denna uppgår till ca 4 miljarder. Det skulle betyda att denna näringslivsfinansiering är uppe i storleksordningen 8 miljarder.

Detta är visserligen inte något exklusivt svenskt fenomen, utan vi finner en likartad utveckling i andra länder. Den är naturligtvis ett symptom på en utomordentligt allvarlig kris. Åtgärderna ger för att använda ett understatement, mycket betydande allokeringseffekter. Man kan gå så långt att man ur ekonomisk-politisk synvinkel kan betrakta denna utveckling delvis som en förskottering av de löntagarfonder som det nyligen har lagts fram förslag om och där beloppet 6 miljarder har nämnts efter ett antal år.

Vilken slutsats skall man dra av denna utveckling? Vi får snart veta vilka slutsatser Erik Dahmén för sin del drar av sin analys som nära sammanfaller med utredningens. Det är visserligen lätt att säga — det är nästan en trivialitet — att en ökning av lönsamma investeringsprojekt är helt avgörande för att en industriexpansiv lösning av vårt balansproblem skall komma

till stånd. Vi kan diskutera i vilken mån en tillräcklig räntabilitetsförbättring framstår som sannolik. Man kan på allmänekonomiska grunder göra prognoser för utvecklingen internationellt och nationellt som visar att en sådan räntabilitetsförbättring inte förefaller sannolik. Man kan också anföra fördelningspolitiska och inte minst lönebildningspolitiska skäl för att en från vissa synpunkter tillräckligt hög och varaktig räntabilitetsförbättring inte framstår som möjlig.

En slutsats som man kan dra av detta är att det i det ekonomisk-politiska dilemma som vi uppenbarligen befinner oss i, är skäl att inta en öppen attityd till de olika löntagarfondförslag som kan komma fram. Det hade i och för sig varit en rätt nyttig uppgift också för den utredning som nu har slutat sitt arbete att diskutera effekterna av nya fondbildningars utlåning till näringslivet. Vi avstod från detta, eftersom denna uppgift tillkommer en annan utredning.

Vi lämnar vår analys genom att, som Erik Dahmén säger, glänta på dörren utan att direkt kliva in i rummet. Vi utgår dock från att flera andra efter oss kommer att göra det.

En mera explicit slutsats som vi har dragit är att det finns skäl att öka allokeringseffektiviteten i kreditgivningen genom att i ökad utsträckning få denna kreditgivning att gå via marknaden och genom att marknadens institutioner inte bör vara bundna till vissa branscher utan utöva sin verksamhet i en effektiv konkurrens med varandra. Det finns som Lars Hansson var inne på åtskilliga konkreta förslag som är uttryck för denna inställning.

Det finns därför en rätt klart uttalad marknadspreferens i vår syn, utan att denna preferens ger oss alltför lättköpta eller stora förhoppningar om framtiden. Den återspeglar sig också i det förslag om en revidering av systemet för återlån från AP-fonden som torde höra till de mer kontroversiella inslagen i betänkandet. Det är ett uttryck för vår inställning att man kan nå positiva allokeringseffekter genom en ökad kreditgivning över marknaden. De nuvarande återlånen förelås ersatta med ett utbud på obligationsmarknaden och från mellanhandsinstituten. Detta är icke ett populärt förslag, och den kritik som har riktats emot det kommer naturligt nog från de företag som har kunnat utnyttja återlånesystemet, nämligen de stora företagen. Dessa har i stor utsträckning använt återlånen som ett element och som en av företagen kontrollerad storhet i sin finansiella planering.

Det är riktigt att det för det enskilda företaget framstår som en nackdel att en säker kreditkälla på detta sätt går förlorad. Den in-

vändning som vi hört och kommer att få höra mot förslaget är, att man ersätter ett väl och automatiskt verkande system med ett ransoneringsystem via emissionskontroll. Jag menar dock att detta inte är någon helt invändningsfri jämförelse. Automaten i det nuvarande återlånesystemet är ju inte beroende av företagets kreditbehov utan av deras inbetalda avgifter. Det betyder att vi bör ställa mot varandra vad som i verkligheten också i utgångsläget är ett ransoneringsystem, där ransonereringen bestäms av vilka avgifter man har inbetalt, och ett annat ransoneringsystem via obligationsemissioners alternativt mellanhandsinstituts utlåning.

Ransoneringsinslaget i det senare systemet — hur pass hårt det är, är en öppen fråga — sköts de facto av kreditgivarna, dvs av affärsbankerna. Riksbankens roll inskränker sig till att upprätthålla ordningen på marknaden. Jag har svårt att se varför det systemet skulle vara sämre än det nuvarande. Vi menar att övervägande skäl talar för att det är ett effektivare system.

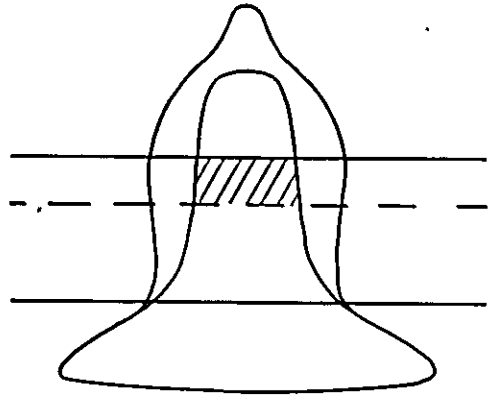
Erik Dahmén:

Jag vill utgå från följande konstaterande i avslutning till det som jag tidigare sagt: Den största svagheten just nu är inte att industrins genomsnittliga räntabilitet varit så kraftigt sjunkande och blivit så låg som den är i den statistiska bild som brukar presenteras. Den största svagheten är snarare att alltför få företag är höglönsamma medan alltför många är förlustbringande. Jag menar att det är en ingalunda oviktig distinktion mellan att säga att räntabiliteten har varit genomsnittligt sjunkande och nu i genomsnitt är låg och att säga att det är alltför många företag, som går med förlust, och att alltför få tjänar pengar. Men framför allt består svagheten i att det finns och skapas alltför få idéer till klart och uppenbart räntabla projekt, som alltså kan leda till investeringar av ett slag som inte bara politiker utan även affärsmän kan tro på.

Distinktionen mellan att å ena sidan säga att räntabiliteten är för låg och att å andra sidan antalet räntabla projekt är för litet är inte sofistiskt, som det möjligen kan verka.

Vi kan tänka oss att det i huvudena på olika människor i Sverige finns ett lager av investeringsprojekt och att detta lager har en sådan profil som framgår av ytan A i *diagram 1*. Längst ned, dvs under den nedersta heldragna linjen ligger projekt som bara stollar kan tänka sig att sätta i verket — de finns i varje fall inte i huvudet på en kapitalist utan möjligen i huvu-

Diagram 1.



det på en politiker. Här dväljs också många dödfödda idéer. Den översta, heldragna linjen på diagrammet representerar avkastningsanspråken från kapitalmarknaden i ett visst ögonblick. Projektet ovanför den linjen blir förverkligade. Om vi genom kapitalmarknadsreformer eller löntagarfondsarrangemang förskjuter utbudskurvan för kapital, så att vi får en sänkt anspråksnivå (här representerad av den streckade linjen) blir ytterligare en del projekt förverkligade. Den är den vanliga, nyklassiska teorins sätt att se på situationen. Men med den profil som ges av A, ser det inte ut att bli fråga om särskilt många, nya lönande projekt.

Vad som behövs är därför en annan profil, innebärande ett större lager av tänkbare projekt. För detta krävs i sin tur flera goda affärsidéer. Om vi finge fram ett stort antal innovativa människor, som verkligen ökade på detta lager, så att profilen fick det utseende som representeras av ytan A plus B i diagrammet, skulle vi få många fler räntabla projekt än vad vi i dag får genom att sänka anspråksnivån.

Det går emellertid nu inte i längden att sticka huvudet i busken och tro, att vi får ständiga tillskott till lagret av projekt, om det inte finns tillräckligt med "morötter" för de människor som kan få affärsidéerna. De kommer inte fram genom några utredningar i statliga departement eller på andra håll genom fackliga organisationer, t ex, även om sådana utredningar ibland kan göra nytta. De kommer inte heller fram i någon högre grad genom några styrelser för fonder av det slag som nu diskuteras eller inom försäkringsbolag. De kommer bara hos enskilda individer inom och utanför företaget och genom nya företag. Men de kommer fram bara om det finns mycket mera av "morötter" än vad fallet är i dag.

Jag är medveten om att detta sistnämnda inte är ett påstående som lämpligen skulle framfö-

ras, om jag stode här i en doktorsdisputation. Vi vet nämligen för litet med någorlunda säkerhet om hur det förhåller sig. Men mitt påståendet är ett uttryck för en sedan många år förvärvad övertygelse.

(Ordföranden: Vill Du specificera litet mera vad gäller frågan om "morötterna"?)

(Erik Dahmén, fortsättning:) Jo, man skall ta några rätt ordentliga steg tillbaka till det skattetryck som vi hade för inkomsttagare i den övre kvartilen bara för fem till sex år sedan. Jag undrar hur många människor i vårt land, som egentligen vet vad som har hänt i det avseendet sedan dess. Det började i mitten på 1960-talet i den offentliga sektorn och spred sig till den privata sektorn under 1970-talet, då denna sektor inte längre som förut hade någorlunda god råd att kompensera en höginkomsttagare för inflation och stigande skatter som den hade före mitten av 1960-talet. Den sammanlagda effekten av sedan mitten av 1960-talet starkt försämrade, ytre förutsättningar för industrin och mycket snabbt stigande kostnader vid försök att höja lönerna i en takt som kunde medföra viss kompensation för ökad inflation och kraftigt höjda skatter medförde en sänkning av realinkomsten efter skatt på mellan 25 och 35 procent för en minoritet. Här har "morötterna" verkligen tagits bort i hög grad. Samtidigt har den stora majoriteten av löntagarna hela tiden fram till 1975 fått en mycket kraftig höjning av sin realinkomst efter skatt. Även under 1975 och 1976 har de haft en höjning, men en mindre betydande sådan. Jag är övertygad om att folk inte har klart för sig att det har skett en sådan här våldsamt inkomstutjämning.

Det blir inte någon bestående fart på ekonomin under sådana förhållanden. Det är en motståndning vi nu får uppleva så starkt mellan inkomstfördelningsmål och en dynamisk utvecklingsprocess, som måste bygga på enskilda människors insatser. Vi har inte tidigare varit i ett sådant dilemma förut i alls samma utsträckning som nu.

Ordföranden:

Det var det ena besvärliga problemet som krävde sin lösning. Det andra var det stora budgetunderskottet. Jag tror att Johan Myhrman begärt ordet för att ta upp det problemet.

Johan Myhrman:

Det är svårt att komma in efter det att vi närmast oss sådana enormt spännande och för alla näraliggande frågor av mycket konkret och påtaglig innebörd. Jag skulle gärna vilja fortsätta

men har inte mycket att tillägga. Däremot skulle jag absolut vilja ta upp tråden när det gäller ett par av de saker som Krister Wickman anförde.

Jag skall börja med att säga att jag hoppas att min något komprimerade framställning för en stund sedan inte gav någon det intrycket, vilket i så fall var felaktigt, att jag "är oense med kapitalmarknadsutredningen när det gäller det mesta som står i dess betänkande. Tvärtom — det är oerhört mycket som jag instämmer i. Men jag kände ändå ett behov av att markera en olikartad uppfattning i ett par i grunden väsentliga teoretiska frågor.

När det gäller budgetunderskottet vill jag faktiskt passa på tillfället, eftersom jag hållit mig ganska tyst i den frågan, att säga att jag instämmer med Krister Wickman och närmast tar avstånd från de kolleger som ibland lyckas få det att verka som att ett budgetunderskott kan vara precis hur stort som helst — så länge man har arbetslösa är det ingen risk för någonting i ekonomin. De menar kanske ofta inte precis att ge det intrycket, men jag anser att man i så fall måste vara mycket försiktig och nyansera sig när man uttrycker sig på det sättet.

Jag vill helt instämma i Krister Wickmans farhågor för att ett stort budgetunderskott skapar problem, som man helt enkelt inte kan hantera på den svenska kreditmarknaden. Sedan är det en annan fråga om det svenska budgetunderskottet för 1978 blir så stort som väntat, och där har vi också att ta ställning till frågan hur vi skall räkna budgetunderskottet — inklusive den offentliga sektorn eller inte — och hur man skall se på problemet med AP-fonden, som inräknad netto inte ger 32 eller 33 miljarder utan ett budgetunderskott någonstans omkring 9 miljarder.

Men på kreditmarknaden ser man oroväckande tendenser till att även den utveckling som kommit i gång under hösten kan skena iväg åt det håll som Krister Wickman pekade på. Det är alldeles uppenbart att vi kan riskera ett slags "crowding out"-effekt om man försöker att inte låta hela detta budgetunderskott gå till ökad sedelutgivning. Då måste man alltså försöka tränga sig in på kreditmarknaden via högre räntor eller via reglerande ingrepp. Det är väl otvivelaktigt att andra intressenter trängs ut med de effekter det kan ha. Man kan tycka att det är bra, men det är en annan sak. Effekterna finns där, eftersom en hel del troligen resulterar i ökad penningmängd i landet.

Jag vill bara påpeka att det har förekommit att folk, även ekonomer, har sagt: Det är inte så farligt, det där kan vi låna till utomlands. Men jag vill samtidigt påpeka att en upplåning

utomlands för att finansiera ett budgetunderskott har samma effekt som att trycka sedlar. Det är en annan sak att låna utomlands ceteris paribus för budgetunderskottet och lägga in pengarna i valutareserven. Att låna utomlands för att finansiera ett budgetunderskott är dock liktydigt med att få en penningmängdsökning.

Jag vill bara ta upp ytterligare en sak. Krister Wickman pekade på den breddning i räntestrukturen som han själv var med om 1975 och som jag tycker hade mycket intressanta effekter. Det var fråga om några procentenheters vidgning av marginalerna, som ändå fick så pass påtagliga effekter på placeringsmöjligheterna på marknaden. Grupper lockades till obligationsplaceringar som man annars inte hade väntat sig. Det skulle snarast leda mig till att dra slutsatsen att ett par marginella eller i varje fall ett något så när rimligt antal procents förändring hit eller dit inte är något oväsentligt, som man ibland säger i den argumentering som går ut på att det inte spelar någon roll hur höga räntorna är och att vi därför inte skall använda dem som regleringsmekanism — folk skulle inte reagera på höjning av räntan med 1 eller 2 procent. Denna åtgärd var ett uppenbart exempel på att det finns en ränteelasticitet även på den svenska kapitalmarknaden.

Sven-Erik Johansson:

Eftersom jag medverkat i kapitalmarknadsutredningens arbete med en av de minsta bilagorna till dess betänkande, kan jag kanske få göra ett mindre tillägg i slutet av denna debatt. Jag tar upp det också för att försöka locka Krister Wickman till att litet mera frispråkigt kommentera de problem det gäller, som har med beskattning av hushållssparande att göra. Problemen är välkända för alla de närvarande. Alla ledamöter av utredningen är eniga om utgångspunkten att vi behöver mera av sparandeinsatser från hushållen för att lösa våra långsiktiga kapitalförsörjningsproblem.

Vad jag framhåller i min bilaga är att vi har ett skattesystem som inte förtjänar epitetet "system". Ju högre inflation vi har, ju högre marginalskatter vi har, desto mera benägen blir den rationelle placeraren att låna och placera pengarna i objekt som blir beskattade på förmånligare sätt än det norminella sparandet. Jag hänvisar till de kalkyler som rationella placerare gör och som ger vid handen att förräntningen på den egna kapitalinsatsen kan bli högre ju högre inflationen är, ju högre marginalskatten är och ju högre belåningsgraden är. Det är alltså ett beskattningssystem som mot bakgrund av de utvecklingstendenser vi haft

under senare år med ökande inflation och stigande marginalskatter stimulerar lånebenägenheten, dvs negativt nominellt sparande och benägenheten att placera i diamanter o dyl. Samtidigt pekar jag på att belåning kan behövas för att man vid aktieplaceringar skall kunna uppnå en positiv realränta efter skatt på eget kapital. Dessa problem tycker jag är så pass viktiga och långsiktigt betydelsefulla att de bör utsättas för ordentlig strålkastarbelysning även om kapitalmarknadsutredningen inte hade mandat att föreslå förändringar av skattesystemet.

Erik Dahmén efterlyste innovationer och "morötter" för kreativt tänkande. Denna efterlysning behövs inte inom skattetänkandets verksamhetsområde. Detta karakteriseras av fantasifull idékläckning och morötterna är stora, speciellt när innovationsresurserna koncentreras till lagstiftningens gränstrakter.

Erik Dahmén var också inne på behovet och betydelsen av disaggregerade analyser. Detta illustreras av en vid Handelshögskolan nyligen framlagd avhandling av Bertmar—Molin om kapitaltillväxt, kapitalstruktur och räntabilitet inom svensk industri. Den bekräftar Dahmén's synpunkt att soliditetsförsämringen i första hand drabbat de långräntabla företagen. Men det är också viktigt att understryka att det samtidigt gäller de företag som haft den lägsta tillväxttakten. Trots att tillväxttakten har varit låg i totala tillgångar liksom i omsättning och sysselsättning, har tillväxten i eget kapital varit ännu lägre på grund av en låg räntabilitet på det egna kapitalet.

De högräntabla företagen, som också haft hög tillväxt har kunnat växa utan att påtagligt försämma sin soliditet. En del har till och med kunnat förbättra den. Tyvärr är de i minoritet vilket är huvudproblemet i kapitalbildnings-sammanhang.

Lars Wohlin:

När Sven-Erik Johansson hänvisade till den sista tunna bilagan till betänkandet kände också jag mig uppmanad att ta till orda, eftersom jag i min tur medverkat med en bilaga i slutet av den. Jag vill först framföra några korta reflexioner i anslutning till den förda diskussionen om hur man skall förstå den enormt starka ökningen av den statliga utlåningen till näringslivet, dvs den utlåningsökning från staten som Krister Wickman pekade på att han lyckats deducera fram ur nationalbudgeten. Det är riktigt att vi inte ansträngt oss för att öka uppmärksamhetsvärdet alltför mycket, eftersom det har sina komplikationer. Jag vill bara framhålla att vad som hänt och — det vet alla — är att

soliditeten ständigt sjunkit sedan 1960-talet i svensk industri. Det innebär att när man får en svängning i driftsöverskottets andel som är så markerat som under de senaste åren slår det med en oerhört stor kraft på vinstläget, mycket starkare än om man för tillbaks samma sänkning i driftsöverskottet till t ex 1965 års soliditetsnivå.

Denna sänkning av bruttovinstmarginalerna har slagit ut på det sättet att man fått egenkapitalet hotat så att en rad företag kommit i en likvidationssituation, där de riskerar konkurs. Det är bakgrunden till de stora finansiella insatserna.

Jag har roat mig med att se på vad som skulle ha hänt, om vi hade haft samma sänkning av driftsöverskottsandelen men haft 1965 års soliditetsnivå och naturligtvis funnit att väsentligt färre företag hade råkat in i finansiell kris.

Det är viktigt att komma ihåg att man skall särskilja vad som är beroende av friska nya politiska initiativ och vad som är genererat av den ekonomiska utvecklingen. När ett land råkar in i en kraftigt ekonomisk balansrubbing leder den låga soliditeten till mycket starka krav på statliga finansiella insatser. Från stabiliseringspolitisk synpunkt och för att undvika att balansrubbingar i ekonomin leder till statliga ingrepp som försämrar kapitalmarknadens funktionssätt är det viktigt att soliditeten i företagen är betydligt högre.

Det andra som jag vill säga några ord om är önskvärdheten av att man använder den organiserade kapitalmarknaden. Det är, som Krister Wickman påpekade, en stark tendens att denna krympt på bekostnad av en mängd andra specialkanaler, genom vilka kapitalet slussas. Det är klart att denna statliga expansion har bidragit till att ytterligare reducera denna bit. Men samtidigt har utredningen känt ett behov av att ytterligare hålla kvar vid tanken att man skall ha en så fungerande kapitalmarknad som möjligt. Men detta är en mycket svår uppgift så länge man har en allmän ojämvtssituation. När man skall diskutera dessa frågor är det viktigt att inte bara karakterisera jämviktssituationen utan också hur man kommer härifrån och dit, dvs efter vilket förlopp det sker. Johan Myhrman pläderade för en fri kapitalmarknad, men det är egentligen mera intressant att veta hur han vill att man tar sig ur ett sådant ojämvttsläge som vi har och kommer fram till en mera fungerande kapitalmarknad med avveckling av speciella kreditkanaler etc.

Jag vill också göra en kommentar till det växande budgetunderskottet. Jag kan dela de farhågor som finns inför en ökad likviditet i

samhället, som vid ett framtida konjunkturuppsving kan vålla svårigheter. Målsättningen är naturligtvis att försöka vidga den långa kapitalmarknaden, att slussa över de korta pengarna och därmed minska risken för en kreditexpansion på inlåningsräkningarna. Vissa åtgärder i den riktningen har vidtagits.

En annan sak som jag tror är viktig är, att öka hushållssparandets kanalisering in i den långa kapitalmarknaden. Jag vill anknyta till den kalkyl som Sven-Erik Johansson gjort. Han visar vilken oerhört dålig räntabilitet man har på banksparandet. De förslag som nu ligger ute på remiss syftar till — jag tänker på det förstärkta lönsparandet hos hushållen — att dels rätta till situationen för ändå en relativt stor del av hushållssparandet, med en reell möjlighet att få åtminstone 0 i realränta efter skatt, dels omvandla det korta hushållssparandet till långfristigt kapital. Förslaget är i varje fall ett steg i den riktningen.

När det sedan gäller Erik Dahmén's huvudproblem — vad är det för funktion som bestämmer tillförseln av nya lönsamma projekt — tycker jag ändå på något sätt att han underskattar betydelsen av en allmän räntabilitetsförbättring. Det måste ändå ligga i grunden för att mobilisera de tänkbara lönsamma projekt som då skulle stiga ovanför vattenytan. Men självfallet betyder även skattesystemet en hel del, och man kan säga att försök på den punkten gjorts med speciella metoder, t ex att mildra förmogenhetsskatten för företag. Man kommer kanske också att vidta ytterligare åtgärder. Man måste kanske genom en omläggning av skattesystemet skapa möjligheter att investera obeskattade medel i företagsverksamhet. Jag tänker bl a på den typ av förslag som Sven-Olof Lodin presenterat när det gäller konsumtionsbeskattningen.

Ingvar Ekemark:

Jag har inte läst kapitalmarknadsutredningen särdeles grundligt, men jag har observerat utredningens snabba slutsats när det gäller indexlån eller reala lån. Utredningen hänvisar mycket kortfattat till värdesäkringskommitténs utredning i början på 1960-talet och avfärdar en närmare diskussion och analys av frågan om indexlån. Jag tycker att det är en brist i utredningen, särskilt med tanke på Sven-Erik Johanssons analys av beskattning och hushållssparande. Den mest näraliggande lösningen är en real beskattning, och en real finansiering hänger nära ihop med möjligheterna att genomföra en sådan. Man har länge diskuterat en värdesäkring av försäkringar, sparande och bostadsfinansie-

ring, men man har i allmänhet fastnat på skatteproblemet. Jag anser också för min del att det stora problemet är skatterna, vilka som Sven-Erik Johansson visar fullständigt snedvrider ekonomin. Medan helt fiktiva inkomster beskattas får man göra avdrag för kostnader som inte är kostnader i egentlig mening.

Vidare undrar jag om inte kapitalmarknadsutredningen borde ha studerat den reala utvecklingen inom olika sektorer. Bostadssektorn ligger mig närmast, och jag kan konstatera att det där 1967 fanns en samlad kapitalsskuld på 50 miljarder. Den har stigit till 170 miljarder vid utgången av 1977, en ökning med 120 miljarder. I dagens penningvärde motsvarar 1967 års kapitalsskuld 100 miljarder kronor. Ökningen med 120 miljarder motsvarar i dagens penningvärde 180 miljarder. Läger vi ihop detta får vi en samlad belåning i dagens penningvärde på 280 miljarder. Av den återstår det i dag en kapitalsskuld på 170 miljarder. Det har alltså försvunnit cirka 100 miljarder.

Vid en normal förräntning skulle de pengarna ha betalats tillbaka till långivarna i form av ränta. Det har naturligtvis skett i stort utsträckning, även om räntan har varit låg. Hög ränta har det emellertid inte blivit på pengarna utan i stort sett en återbetalning. Men denna har inte skett genom låntagarna, alltså bostadsföretagen och de boende, utan huvudsakligen via statsmakterna, dvs över det allmänna, genom räntebidrag och skatteavdrag. Det har alltså skett en kapitalöverföring i storleksordningen 100 miljarder, som har gått obeskattad till bostadsföretag och enskilda, medan kreditmarknaden har blivit av med motsvarande belopp. Jag räknar då in staten i denna kapitalmarknad, eftersom det i stort sett är staten som har betalat denna skuldminskning genom sina subventioner. Vad de boende har betalat är en bostadskostnad på ungefär 4 procent, som i stort sett motsvarar en realränta på 2 procent och en amortering på 2 procent.

Detta spørsmål har kapitalmarknadsutredningen inte tagit upp. Det kan naturligtvis också studeras inom andra sektorer. AP-fonden hade under 70-talet en indexförlust i storleksordningen 50 miljarder och hade åren 1973—1977 en negativ avkastning på minus 2 procent. AP-fonden är ju konstruerad för att stötta upp en fortlöpande indexreglerad pensionering. Vad vore naturligare än att även AP-fonden hade sin utlåning ordnad så att återbetalningarna var värdesäkrade? Dagens problem, som naturligtvis framför allt beror på en ändrad åldersstruktur och ett försämrat avgiftsunderlag, skulle inte vara fullt så stort, om man hade haft värdesäkrade utlåningsvillkor.

Den naturliga lösningen för att komma tillrätta med förhållandena på kreditmarknaden förefaller vara en konsekvent övergång till en real redovisning, en real beskattning, ett reallt bank- och försäkringssparande och reala låneformer.

Ordföranden:

En bankdirektör kan i detta sammanhang inte undgå reflexionen att det är litet tröstrikt för staten att den lånat pengar till så fördelaktiga villkor i bankerna.

Johan Myhrman:

Jag vill bara rätta till den missuppfattning som Lars Wohlin eventuellt har spritt om vad jag försökte säga. Jag är medveten om att vägen till en fri kapitalmarknad kanske både är lång och besvärlig. Jag skulle bara vilja se att man tog reda på att man gick åt rätt håll på den vägen.

Krister Wickman:

Denna diskussion är präglad av att den förs i en miljö, där alla är mycket förståndiga och insiktsfulla. Det gör kanske att debattens temperatur inte är så väldigt hög, men det kanske i och för sig inte behöver vara något fel.

Jag vill bara säga några ord till Sven-Erik Johansson. Många av de närvarande kanske inte läst betänkandet, och många kommer förmodligen inte heller att göra det. Det ingår som en rätt central slutsats i utredningen — något utanför dess egentliga direktiv — att skattesystemet har en avgörande betydelse för lösningen av de problem som i en viss form kommer upp som kapitalmarknadsproblem. Visserligen är Sven-Erik Johanssons bilaga till omfattningen begränsad, men den har onekligen i utredningens arbete och i dess slutsatser visat sig ha en utomordentligt hög specifik vikt.

Jag tycker att det är bra att Sven-Erik Johansson har yttrat sig här, eftersom det kanske kan inspirera någon att närmare begrunda de synpunkter som han har anfört i sin bilaga. Vad som präglat debatten i dag — och som ofta återkom i vårt utredningsarbete — var erfarenheten att vad som initialt föreföll vara ett kapitalmarknadsproblem, visade sig essentiellt tillhöra ett helt annat fält än det som låg inom våra direktiv och kompetens. Det är mot den bakgrunden som läsarna också får bedöma vår utredning.

Ordföranden:

Med detta har vi kommit till slutet på denna debatt, där vi rört oss över mycket vida fält och på en hög nivå, vilket är stilenligt för denna förening. Vi tackar dem som inlett diskussionen och dem som har deltagit i debatten efter dem.

RÄTTELSE: I nummer 3/78 angavs en av deltagarna i Nationalekonomiska föreningens förhandlingar om den kommunala utgiftsexpansionen under det felaktiga namnet Hans Ahlberg. Det rätta namnet är direktör Hans Wihlberg. Ekonomisk Debatt beklagar misstaget.