

Bokanmälningar

Kreditpolitiska utredningens betänkande och expertrapporter. SOU 1982:52—53

Kreditpolitiska utredningen framlade sitt betänkande och sina expertrapporter i slutet av fjolåret efter att ha börjat sitt arbete våren 1980. 2½ år från start till mål är raskt marscherat av en utredning som fått så vittsyftande direktiv som denna. Uppdraget var nämligen att undersöka om målen för kreditpolitiken nåtts och dessa mål har ju varit inte bara samhällsekonomisk balans (full sysselsättning, stabil prisnivå och jämvikt i betalningsbalansen) utan också t ex regional balans, god tillväxt, högt bostadsbyggande och rättvis inkomstfördelning. Därtill skulle utredningen undersöka vilka oavsedda nackdelar den förda kreditpolitiken kan ha haft samt jämföra två alternativ för den framtida kreditpolitiken, ett marknadskonformt och ett som bygger på fortsatta regleringar.

Kommittén under Jan Wallanders ledning har inte bara varit föredömligt snabb utan har också skrivit föredömligt kortfattat och lättläst. Eftersom anmälaren hade en viss insyn i hur arbetet lades upp utan att i övrigt ha haft minsta inflytande på fortsättningen kan jag konstatera att utredningen i flertalet avseenden borde bli mönsterbildande. Begränsningen av antalet ledamöter till tre personer (förutom ordföranden, endast Erik Höök och Börje Kragh) med djupa teoretiska insikter och stor praktisk erfarenhet av kreditväsende och kreditpolitik har möjliggjort en rationell och ordnad intern diskussion. De

experter som knutits till utredningen har fått väl avgränsade uppgifter på områden som de är väl förtrogna med från sin dagliga gärning som forskare eller bankmän. I betydande utsträckning har de kunnat använda resultat som redan tagits fram för andra ändamål.

En uppenbar invändning mot den uppläggning arbetet haft är att ett så homogent lag bankmän och penningteoretiskt inriktade nationalekonomer kan tänkas brista i fördomsfrihet och kreativitet. Det är emellertid min uppfattning att utredningens problemställningar i huvudsak inte har haft en sådan karaktär att detta varit något problem. (Den slutsatsen kan å andra sidan bero på att det är en bankekonom av samma skrot och korn som anmäler resultatet.)

Då Jan Wallander själv sammanfattade utredningens betänkande i föregående nummer av denna tidskrift skall jag här inskränka mig till några valda synpunkter samt ett referat av expertrapporterna.

När man som anmälaren har arbetat i en utredning som hade till uppgift att utvärdera prisregleringarna under 70-talet känner man igen mycket av grundstrukturen. Kreditregleringarna kan överlag visas ha effekt i avsedd riktning på kort sikt särskilt om de införs mycket överraskande, om de inte har funnits tidigare och om marknaderna är primitiva och goda substitut saknas.

På kreditmarknaden har vi emellertid formellt eller informellt haft kreditregleringar länge och i växande omfattning samtidigt som teknologin och institutionerna sofistikerats alldeles oerhört och därmed skapat nära inhemska och utländska substitut till de krediter och institutioner statsmakterna har försökt reglera. Finansbolag, penningmäklare, företagens finansförvaltningar, datoriseringen, telekommunikationerna osv har helt ändrat läget. Utredningen visar med hjälp av expertrapporterna av Myhrman, Lybeck, Ingves och Nyberg mycket övertygande att kreditmarknadsregleringarna blir allt mindre effektiva samtidigt som en styrning av marknaderna med marknadskonforma medel torde ha blivit mera effektiv i vissa avseenden tack vare tillkomsten av en andrahandsmarknad på penningmarknaden. Det ökade utlandsberoendet kan inte regleras bort och den höga och variabla inflationen har egentligen avskaffat den långa marknaden, där eventuellt ett begränsat utrymme för nationell autonomi i räntesättningen eljest kan ha förelegat.

Kreditpolitiska utredningen hamnar liksom prisregleringsutredningen i slutsatsen att regleringslagstiftningen bör betraktas som en beredskapslagstiftning att användas i utpräglade krissituationer, medan den normala styrningen bör ske med marknadskonforma åtgärder, dvs marknadsoperationer, diskontoändringar och kassakvoter.

Utredningen konstaterar också att räntekänsligheten inte skiljer sig så mycket mellan hushåll och företag (på grund av olika skattebehandling) som tidigare antagits. Hushållens likviditetsproblem vid stor skuldsättning och den begränsning av avdragsrätten som nu kan väntas förstärker slutsatsen.

Slutligen konstateras att försöken att påverka resursallokering och inkomstfördelning genom att reglera fram rättdifferentialer, kvotera krediter osv inte är någon effektiv väg. Finanspolitiken är där överlägsen.

Utredarna konstaterar att det inte är realistiskt att tänka sig en fullständig avreglering av kreditmarknaden, trots

att dess egen analys ju leder till den slutsatsen. Enligt min uppfattning är det olyckligt att denna grundläggande fråga förbigås. Såvitt jag kan se är det här fråga om en slags intellektuell eftergift. Man är rädd att bli betraktad som alltför politiskt naiv, alltför orealistisk. Det hade varit bättre att lägga ner mera arbete på att klara ut denna fråga genom att gå in djupare på skälen till regleringspolitikens starka stöd bland politiker och myndigheter. Skälen finns i huvudsak angivna eller åtminstone antydda, men de borde ha analyserats mera explicit med tanke på att det är här hindren för reformer ligger. Man kan peka på bl a följande förhållanden: Kostnaderna för regleringspolitiken är svåra att konkretisera och kvantifiera. Resursförbrukningen för att administrera regleringarna ter sig låg genom att dessa kostnader hamnar i banker och andra företag. Felallokeringarna i ekonomin är enormt svåra att kvantifiera.

Okunnigheten i incidenslära medför vidare att flertalet inte uppfattar de verkliga effekterna av regleringsåtgärder på längre sikt. Massmedia vidarebefordrar effektivt informationen att räntehöjningar formellt har förbjudits, men klarar inte att tala om att kostnaderna för kredit stiger i alla fall, kanske mera än utan regleringar och kanske mest för dem som man ville skydda. De ämbetsmän som anställts för att administrera regleringarna vill inte avskaffa sig själva och lever i en egen värld där synsätten är helt annorlunda och djupt befästa.

Viktigast av allt är emellertid att de politiskt ansvariga inte tror att de uppställda målen kan nås med marknadskonform ekonomisk politik. Här tycker jag utredningen har gjort ett gott arbete med att pedagogiskt demonstrera hur det skulle kunna gå till.

Utredningen konstaterar att det inte går att bedriva inhemsk kreditreglering utan att ha en omfattande valutareglering. Deras utgångspunkt är därför att den senare skall vara kvar. Valutakommittén borde emellertid egentligen komma till samma resultat som kredit-

politiska utredningen och prisregleringsutredningen, nämligen att regleringslagstiftningen bör ha karaktären av beredskapslagstiftning som bara tillgrips i krisituationer. Det är synd att inte dessa båda utredningar är samordnade. Kanske skulle en kommitté kunna sammanfatta den syn på regleringar som dessa tre utredningar presenterar och lägga denna till grund för ett principförslag till hur regleringar bör hanteras i en modern blandekonomi.

Expertrapporterna

Börje Kragh skriver om olika penningpolitiska strategier under de rubriker som blivit vanliga i debatten (keynesianism, monetarism, nykeynesianism, Nya Cambridgeskolan) och refererar samtidigt erfarenheterna av dessa strategier i de länder där de har tillämpats. Den mycket balanserade genomgången är ägnad att inge betydande pessimism om möjligheterna att förena full sysselsättning med prisstabilitet. Goodharts lag, som innebär att de ekonomiska samband man försöker exploatera i den ekonomiska politiken just därigenom efter hand mister sin stabilitet, saboterar resultaten. Tak för bankutlåningen leder kreditströmmarna förbi bankerna, styrning av M1 leder till att andra något mindre likvida tillgångar substitueras osv. En sammanfattning av analysen (som Kragh själv dock avstår från) blir att om man inte har flexibel pris- och lönebildning, god budgetbalans och ett betydande politiskt samförstånd om mål och medel i politiken, så fungerar *ingen* penningpolitisk strategi.

Johan Myhrman gör en mycket pedagogisk genomgång av hur regleringarna av kreditmarknaden fungerar. Flera av resultaten har han själv redan tidigare presenterat, men denna sammanställning är nog den mest lättillgängliga. Redan begreppsanalysen i syfte att klara av vad som skall betraktas som regleringar är mycket upplysande. Slutsatserna är överlag ytterst nedslående för regleringsanhängare. De åsyftade effekterna uppnås bara temporärt, om alls, bieffekterna är klart negativa och

andra medel finns som är överlägsna. Nya institutioner och karteller medför att kreditströmmarna söker sig nya vägar när regleringar införs.

Johan Lybeck drar liknande slutsatser på grundval av en jämförelse av erfarenheterna från sex länder, nämligen våra närmaste tre nordiska grannländer samt Österrike, Storbritannien och Nya Zeeland. En fördel som Lybeck tillskriver kreditreglering är att man slipper den höjning av prisnivån som en räntestegring medför. Här kan det dock invändas att huvuddelen av denna effekt beror på att egnahemsägarnas räntekostnadshöjning vägs in i KPI. Riskerna för spridningseffekterna i ekonomin av denna statistiska konstruktion kan synas begränsad.

Bengt-Göran Löwenthal och *Erik Sjöberg* redovisar hur kreditstrukturen i Sverige ser ut idag och hur den har förändrats under 70-talet. En värdefull översikt som dock skulle ha blivit långt mera givande om författarna hade kommenterat i ord vad som är nytt, viktigt och överraskande i tabellerna.

Stefan Ingves studie av den oreglerade kreditmarknaden är nog den mest spännande av expertrapporterna. Huvudproblemställningen är här frågan om den oreglerade kreditförmedlingen fungerar som en buffert, när riksbanken stramar åt kreditpolitiken med hjälp av regleringar. En skicklig användning av tillgänglig statistik och en lika skicklig analys av begrepp och samband leder till slutsatsen att så är fallet. Jag kan inte se annat än att Ingves visar mera övertygande än han själv vågar hävda att finansbolagens utlåning, direkta lån mellan företag, kommuner och hushåll samt inhemska handelskrediter till stor del underminerar effekten av kreditregleringarna. Även de utländska handelskrediterna fungerar som buffert på detta sätt.

Som Ingves påpekar finns det säkert också irreversibla drag i denna utveckling. Kontakter skapas, institutioner uppstår och företagens finansförvaltning förstärks för att sköta kreditförmedlingen utanför bankväsendet när detta styrs med regleringar. Ingves är

noga med att påpeka att slutsatsen inte är att kreditregleringar blir verkninglösa utan att man måste ta till större doser och vidga reglerings- och kontrollsystemets omfattning. Myhrmans och Lybecks analys får ett gott stöd av denna empiriska analys på ett ganska oplöjt fält.

Lars Nyberg, som är landets ledande expert på bankcertifikat, ger en mycket uttömmande analys av varför detta kreditinstrument införts på den svenska marknaden, vilka erfarenheterna har varit sedan de infördes i mars 1980 och hur penningpolitiken påverkas av deras existens. Nyberg noterar certifikatens fördel av att erbjuda en tidsbunden inlåning för bankerna och samtidigt en likvid tillgång för placerarna tack vare existensen av en andrahandsmarknad. En annan särskilt i Sverige viktig fördel är att företagen kan placera i olika banker anonymt utan att störa kontakterna med sin vanliga huvudbankförbindelse. Konkurrensen kan öka mellan bankerna tack vare anonymiteten. Nyberg avslutar med att utveckla argumenten för att riksbanken skall styra penningmarknadsräntorna med hjälp av marknadsoperationer på andrahandsmarknaden. Fördelarna är bl a att man flexibelt och i små steg kan styra ränteläget både uppåt och nedåt. En förutsättning är då att skattkammarväxlar och statskuldväxlar emitteras kontinuerligt och till de räntor som etablerats på andrahandsmarknaden. Bankernas erfarenhet och kompetens från marknaden för bankcertifikat innebär att grunden är lagd för en sådan utveckling.

Lars Jonung har studerat bankernas obligationsinnehav under en 100-årsperiod och finner att kvoten mellan detta och deras totala inlåning höll sig i intervallet 5—15 procent fram till 1952 (med undantag för krigsåren). Den uppgång till över 40 procent som ägde rum fram till 1980 tillskriver han i huvudsak finans- och penningpolitikens uppläggning, enkannerligen systemet med likviditetskvoter. För en bankeonom med erfarenhet av de senaste årens utveckling ter sig slutsatsen minst sagt plausibel.

Jonung ser två nackdelar med bankernas framtvingade obligationsköp. För det första har bankernas roll därmed successivt ändrats till att bli passiva förvaltare av statspapper, medan den traditionella rollen som kreditförmedlare till näringslivet har övertagits av andra institutioner, en slutsats som dras också av Myhrman, Lybeck och Ingves. För det andra har obligationsräntan därmed kunnat hållas lägre, vilket har försämrat resursallokeringen framför allt genom att öka statens benägenhet att underbalansera budgeten. Här bör det noteras att Myhrman förnekar möjligheten av att hålla nere ränteläget i Sverige med hjälp av regleringar under det system med fasta växelkurser som vi har haft sedan 1952. Lybeck delar däremot Jonungs uppfattning att en sådan påverkan är möjlig. Ett gammalt stridsäpple!

— *Jonas Agell* och *Jan Södersten* analyserar de problem som uppstår genom att skattereglerna är olika för fysiska och juridiska personer, behandlar kostnader för eget kapital och främmande kapital på flera olika sätt och blandar nominella och reala regler för kapitalinkomstberäkning. Resultatet av dessa asymmetrier snedvrider uppenbarligen de ekonomiska besluten. Sparandet blir kanske för lågt och framför allt blir avkastningen på investeringar olika beroende på vem som investerar (hushåll eller företag), vad man investerar i (maskiner, villor, segelbåtar) och hur man investerar (eget kapital eller lånat kapital). Framför allt har det hävdats att dessa asymmetrier blir särskilt utpräglade när inflationstakten är hög. Hushållens investeringar i lyxvillor och segelbåtar och konst kan tränga ut företagens maskininvesteringar.

Den modell och de parameterantaganden som används stöder *inte* föreställningen att skattereglerna systematiskt skulle gynna investeringar i villor och fritidshus på bekostnad av företagens maskininvesteringar. Däremot är skillnaderna i skattebelastningen stora mellan olika finansieringsformer. Skattebelastningen är högre vid lånefinansiering än vid finansiering med eget ka-

pital, en intressant slutsats med tanke på att investeringar och lönsamhet båda sjönk kraftigt under andra halvan av sjuttioalet. Agell och Södersten finner också att spridningen i skattebelast-

ningen mellan olika investeringsalternativ och finansieringsformer ökar med inflationstaktens höjd.

Fil dr *Nils Lundgren*
PKBanken