

SVEN JOGE

## Den svenska obligationsmarknaden — en kommentar

*Sven Joge ger i denna kommentar sin syn på den historieskrivning Stefan Ingves förde fram i sin artikel om den svenska obligationsmarknaden i Ekonomisk Debatt 1980/8.*

Civilekonom Stefan Ingves uppger i *Ekonomisk Debatt* nr 8/1980 i sin artikel "Varför fungerar inte den svenska obligationsmarknaden", i avsnittet om "Regleringssystemets utveckling", att den närmaste tiden efter andra världskriget på räntepolitikens område kännetecknades av riksbankens strävan att hålla en låg räntenivå. Sannolikt avser författaren en period som slutar ett stycke in på 50-talet. Han anser sig kunna konstatera, att riksbanken sålunda godtog en snabbt ökande likviditet i banksystemet och därför drev fram en kreditexpansion.

Det är naturligtvis riktigt, att riksbanken träffar det formella avgörandet vid diskontoförändringar och genom bla marknadsoperationer kan påverka den långa räntan. Men som redan utförligt redovisas i den av Ingves återopade boken av professor Karin Kock, *Kreditmarknad och räntepolitik 1924-1958*, 2:a delen (Uppsala 1962) rådde en djupgående enighet om de allmänna direktiv för riksbanken, som ursprungligen år 1944 på förslag av regeringen fastställdes av riksdagen och bla innebar, att den långa räntan skulle hållas stabil. Enigheten upphörde emellertid, sedan kronans appreciering i juli 1946 ej medförde beräknat skydd mot inflationen. Professor

Kock anmärker, att den strama ekonomiska politik som skulle varit nödvändig efter apprecieringen aldrig kom till stånd.

Om nu en syndabock skall sökas för det långvariga fasthållandet vid lågräntepolitiken, så talar åtskilligt för att det knappast bör vara riksbanken. Man kan rentav med skäl påstå, att det under åren 1948-1957 behövdes två utbyten av ordförande i bankofullmäktige, liksom två i det ena fallet uppseendeväckande avskedstaganden av riksbankschefer för att lågräntepolitiken skulle kunna överges. Kanske har en snabbgenomgång av det relevanta förloppet fortfarande ett intresse.

Av bankofullmäktiges sju ledamöter utses ordföranden av regeringen, övriga sex ledamöter av riksdagen. Riksdagsmajoriteten återspeglas regelmässigt i fullmäktigemajoriteten. Fullmäktige utser inom sig riksbankschef. Med hänsyn till önskvärda kvalifikationer brukar han väljas utanför riksdagskretsen; först vid de senare valen av riksbankschef har partianknytningen dessutom varit av betydelse.

I Ernst Wigforss' *Minnen III*, 1932-1949 (Stockholm 1954) finns ett avsnitt "Misslyckad fredskonferens", som behandlar förhandlingar mellan regering och opposition 24 jan-11 mars 1947. Den dåvarande finansministern framhåller där, att den för stora investeringsverksamheten med skäl kunde ha kritiserats av oppositionen men att på denna punkt kritiken uteblev. En sådan kritik skulle indirekt ha inneburit krav på att någon form av kreditbegränsning varit möjlig

"om man redan hunnit fram till uppfattningen om räntan som ett tillräckligt verkande medel mot inflation. Men det var detta som annu inte skett ... Ohlin var alljämt obenägen att tillskriva en ränte-

*Sven Joge är fd vice riksbankschef.*

höjning någon roll i det rådande läget ... Hans inställning kan ha varit avgörande för att räntefrågan över huvud taget inte tagits upp vid de nu strandade förhandlingarna ... Ohlin (hade) i viss mån ledningen av oppositionen. För att inte riskera enigheten kan sålunda högern ha avstått från att föra fram kravet på en räntehöjning."

Citatet tyder också på att år 1954 inställningen beträffande räntan ändrats.

I bilagan till skrivelse den 4 december 1948 till riksdagen med anhållan om entledigande ger riksbankschefen Ivar Rooth en utförlig översikt bl a över sina bemedanden att förmå fullmäktiges majoritet att besluta, att riksbanken skulle upphöra med eller väsentligt inskränka obligationsköpen och godta åtföljande stegring av obligationsräntan.

Bankofullmäktiges ordförande sedan juli 1941, dåvarande envoyén Dag Hammarskjöld, erhöll samtidigt (3 december) på egen begäran entledigande av Kungl Maj:t. Han hade tidigare på hösten accepterat Rooths mening om nödvändigheten av en räntehöjning som förutsättning för förhandlingar med kreditinstituten om återhållsamhet med obligationsutbud.

I sina *Minnen* (del III) talar Wigforss mycket uppskattande om sitt samarbete med Hammarskjöld. Det hade inte varit enighet i regeringen, när denne sattes på ordförandeposten i riksbanken. Vetskapen om det förtroende som riksbankschefen hyste för Hammarskjöld bestämde emellertid Wigforss. Han fortsätter med att säga: "Olikheten mellan den uppfattning om riksbankspolitiken, som var Ivar Rooths, och den som flertalet inom fullmäktige och även regeringen företrädde, blev småningom alltför utpräglad för att schism skulle kunna undvikas." Kan hans underlåtenhet att närmare kommentera orsaken till skiftena i riksbanksledningen sammanhänga med vad Rooth långt senare sade mig, nämligen att Wigforss lovat honom att obligationsköpen skulle få upphöra men att saken kommit i annat läge genom att Ohlin i en tidningsartikel yrkat på detta? Politikens vägar är ibland outgrundliga.

Efter ett långt interregnum fick Rooth år 1951 prov på internationell uppskatt-

ning genom att erbjudas och acceptera uppgiften som "Managing Director" i Internationella Valutafonden i Washington. Hans människointresse och goda praktiska handlag kom till sin rätt när det gällde att bereda fonden för de ökade uppgifterna efter Marshall-hjälpen.

Aven Erlanders memoarbok, del 3, 1949-1954 (Nacka 1974) och särskilt del 4, 1955-1960 (Kristianstad 1976), innehåller intressanta uppgifter i räntefrågan, särskilt på grund av de ögonblicksbilder som författaren ger genom att citera egna samtida anteckningar eller annat källmaterial.

David Hall hade den 1 juli 1949 blivit finansminister. Wigforss och Sköld hade givit Erlander skildringar av vad "David Hall betytt för att åt riksbanksledningen ge fasthet och konsekvens" (sid 57 i memoarboken); han hade varit vice ordförande i bankofullmäktige. Efter Halls avgång blev Sköld finansminister, strax efter det att kronan i september 1949 devalverats i samma utsträckning som pundet. Riksbankens säljkurs på dollarn höjdes från 3,60 till 5,18 kr, en höjning med 43,89 procent (Hall hade dock egentligen velat begränsa kronans devalvering något).

Professor Kock söker även fastlägga några synbarligen välöverlagda värderingar över riksbankens politik i sin bok. Sålunda anger hon på sid 389, att riksbanken genom en mindre räntehöjning och begränsade operationer i marknaden lyckades åstadkomma en viss stabilitet på kapitalmarknaden under 1950 utan att därigenom nämnvärt öka penningtillgången. Koreakriget som utbröt vid midsommartiden 1950, och åtföljande internationella prisstegringar, återverkningar från den stora krondeprecieringen mm, hade då förmått bankofullmäktige att den 24 juli temporärt lämna obligationskurserna fria, vilket ledde till kurshöjningar och så småningom till en diskontohöjning med 0,5 procent 1 december. Finansministern Sköld föreföll dock mindre nöjd med denna riksbankens politik under den från tidigare verksamhet i riksbanken rutinerade riksbankschefen Bök, som efterträdde Rooth. Under

den vanliga budgetdebatten i National-ekonomiska föreningen i jan 1951, utlade Sköld sin uppfattning om räntans roll. Framför allt torde han ha varit irriterad över att en ränteglidning fick föregå riksbankens diskontohöjning. Böök avgick den 1 december 1951 på egen begäran för att bli svensk minister i Ottawa.

Riksbankschefen Åsbrinks sk räntekupp år 1957, då bankofullmäktige höjde diskontot med 1 procentenhet till 5 procent den 10 juli, väckte åtskillig uppmärksamhet. Något föregående samråd med finansministern hade ej ägt rum; bondeförbundet var då fortfarande representerat i regeringen. Ändå blir man väl förvånad över att i Erlanders memoarbok del 4 få läsa (sid 166), att till en början alla (inkopplade) socialdemokratiska partiinstanser var eniga om att socialdemokraterna i riksbanksledningen inklusive riksbankschefen borde avgå. Egentligen endast Gunnar Lange företrädde en mildare linje men ansåg självklart, att fullmäktiges ordförande, landshövding Eckerberg, borde avgå som närmast ansvarig för kontakten med regeringen. Erlander följde Langes förslag.

Detta synes ha varit ett klokt beslut; en massaker på fullmäktige, där fyra av sju ledamöter skulle fått ersättas, hade väckt betydande uppseende både inom och utom landet och betonat riksbankens ömtåliga ställning under en majoritetsregering. *Bankoutskottets memorial* nr 1/1958 innehåller fullmäktiges förvaltningsberättelse för år 1957 med en utförlig redogörelse för skälen för räntehöjningen. Majoritetens skrivning i bankoutskottets utlåtande angående verkställd granskning av förvaltningen blev hovsam. De flesta av de åberopade skälen för räntehöjningen underkändes visserligen, och samråd med regeringen borde ha skett "i synnerhet med hänsyn till de föreliggande frågornas karaktär", men ansvarsfrihet tillstyrktes. Eftersom endast bondeförbundaren Rubbestad varit emot beslutet i bankofullmäktige, skulle förmodligen vägrad ansvarsfrihet för fyra av de om beslutet eniga sex fullmäktige ha erfordrat en betydande formuleringsskicklighet.

Med räntekuppen kan lågränteperioden sägas ha upphört.