

## Behövs regleringarna på kreditmarknaden?

Ordförande: fil dr *Jan Wallander*

Inledare: docent *Johan Myhrman*, bankdirektör *Lars-Erik Thunholm*, bankdirektör *Jan Ekman* och riksbankschefen *Carl-Henrik Nordlander*.

Debatttagare: statssekreterare *Lars Wohlin* och direktör *Lars Nabseth*.

### Ordföranden:

Jag ber att få hälsa er valkomna till detta sammanträde. Vi börjar med några föreningsangelägenheter.

Jag vill också lamna information om nästa möte. Det blir den traditionsenliga diskussion som vi anordnar varje år i anslutning till att budgetpropositionen presenteras. Mötet kommer att hållas torsdagen den 11 januari. Det är också tradition att det ansvariga statsrådet inleder denna diskussion, och det blir i år Ingemar Mundebo som gör detta.

Jag vill också nämna att vi under hösten löst en fråga av stor vikt för föreningen, nämligen vem som skall upprätthålla redaktörskapet för Ekonomisk Debatt. Docent Hans Söderström, som fungerar som redaktör, avgår vid årsskiftet, och föreningens styrelse har i samråd med redaktionskommittén överenskommit om att han skall efterträdas av två personer som skall dela på denna arbetsuppgift, nämligen civilekonom Harry Flam och docent Staffan Viotti. Det är en lycklig lösning, eftersom det är mycket arbete forenat med detta redaktörskap.

Det ämne vi i dag skall tala om är "Behövs regleringarna på kreditmarknaden?" Det är ett mycket aktuellt ämne, inte minst mot bakgrund av att man nu förlängt den kreditpolitiska lagstiftningen och därvid samtidigt beslutat tillsätta en utredning, som skall ta upp alla aspekter på denna lagstiftning till gransk-

ning. Vi har fyra inledare i denna diskussion, som vi planerat som en paneldebatt, nämligen riksbankschefen Carl-Henrik Nordlander, bankdirektör Jan Ekman, docent Johan Myhrman och bankdirektör Lars-Erik Thunholm. Var och en av inledarna skall tala i högst tio minuter, och sedan blir det tillfälle till diskussion mellan inledarna och auditoriet och mellan inledarna inbördes.

Vi har haft glädjen att till denna diskussion förvärva sällsynt sakkunniga och intressanta inledare. Den som först skall yttra sig är Johan Myhrman, som skall redogöra för vad som händer om vi släpper räntorna fria. Johan Myhrman är docent vid Stockholms universitet och tf professor vid Handelshögskolan. Därefter kommer Lars-Erik Thunholm, "känd från TV", som det heter, och även från andra sammanhang som direktör i SE-banken. Han skall berätta om vilka effekter som skulle uppstå om vi avskaffade regleringarna på kreditmarknaden. Jan Ekman från Handelsbanken, som sysslat med utlandsfrågorna, skall förklara varför vi borde avskaffa kreditregleringen, som i så hög grad sysselsätter bankfolket. Slutligen kommer riksbankschefen Carl-Henrik Nordlander att tala om varför detta är helt omöjligt.

Jag vill, om inte de andra inledarna misslycker, säga att vi är alldeles speciellt glada för att riksbankschefen kommit hit. Det är helt naturligt inte så lätt för en riksbankschef

att ställa upp i en offentlig diskussion om penningpolitiken. Det finns en hel del skal till det. Samtidigt är det mycket angeläget att få till stånd en diskussion om offentlig kreditmarknadspolitik, och det är ju svårt att föra den om inte huvudpersonen själv uppträder i den. Därför är det mycket roligt att riksbankschefen har vill delta i egen person.

## Johan Myhrman

Ämnet för dagens debatt är angeläget inte bara på grund av att lagen om kreditpolitiska medel skall förlängas utan också därför att vi har ett osedvanligt stort budgetunderskott, som på något sätt skall finansieras. Detta ställer stora krav på effektivitet hos kreditmarknaden. Inte minst räntebildningen kommer in som ett viktigt element i detta sammanhang. Det gör det litet mer önskvärt att brodera på det ämne som jag fått mig tilldelat, nämligen vad som skulle hända om räntorna släpptes fria.

Varför ställer man en sådan hypotetisk fråga? Det måste väl bero på att vi levit så länge med fasta räntor att vi inte vet vad en fri räntemarknad skulle innebära. Det är som att fråga en ryss som levit hela sitt liv i Sovjet vad som skulle hända om man släppte prisbildningen på varor fri i hans land. Det är en känsla av en vandring ut i det ovissa som ligger bakom denna fråga.

Jag fann att jag för det första borde välja ett rent teoretiskt perspektiv och försöka att med ledning av de nationalekonomiska teorier som finns sluta mig till vad som skulle hända, för det andra försöka finna erfarenheter från utlandet och för det tredje gå tillbaka till historiska erfarenheter, som kan säga någonting om vad som händer vid fri räntebildning.

För att börja med de teoretiska aspekterna vill jag ta upp dels räntenivån, dels räntestrukturen. Om man slapper räntorna helt fria i den meningen att räntesatserna inte fastställs av riksbanken utan endast ett officiellt diskonto fastställs samt räntorna på statens obligationer, skulle vi få en hel del relativa ändringar mellan olika användningsområden.

Man kan tänka sig att utlåningsräntorna skulle ändras för olika utlåningsändamål och att man ändrar räntorna mellan sparbanker och andra kreditinstitut, så att strukturen skulle få en ny karaktär. Detta skulle jag uppleva som positivt, eftersom jag tror att det skulle leda till en smidigare anpassning mellan utbuds- och efterfrågeförhållanden på marknaden och att räntestrukturen skulle underlätta allokeringen av krediter till olika ändamål.

I frågan om räntenivån har under efterkrigstiden farhågor framskymtat för att det skulle bli något slags spekulativa räntestegringar överallt i landet. Men om riksbanken skulle ha i uppdrag att om den allmänna penningtillgången sjunkit till en viss nivå låta räntorna uppnå en jämviktsnivå, tror jag inte att det finns några skäl att formoda att några våldsamma spekulationer skulle kunna driva upp räntenivån över vad som är forenligt med penningtillgången på marknaden.

Ytterligare en omständighet som vi måste ta i beaktande är, att vi lever i en öppen ekonomi och har handel med vår omvärld och att vi under en stor del av 1900-talet haft fasta växelkurser i någon form. När man har fasta växelkurser sätter betalningsbalansen eller valutareserven upp bestämda restriktioner för vad som kan hända med räntorna. Vi måste ha räntor i ganska rimlig relation till räntorna i de länder som vi handlar med. Det är ytterligare ett tecken på att det inte är någon fara för att något skulle råka i olag – och vi får också se till att så inte sker.

Hur mycket skulle då räntenivån ändras, om vi släppte den fri – med 1 procent, 5 procent, 10 procent eller 15 procent till något slags jämviktsläge? Var vill i detta sammanhang just nu undanta konsumtionskrediterna, eftersom de på grund av skattelagstiftningen är ett speciellt problem och måste behandlas separat. Vi måste tänka oss en situation som är mera typisk för 1950- eller 1960-talen.

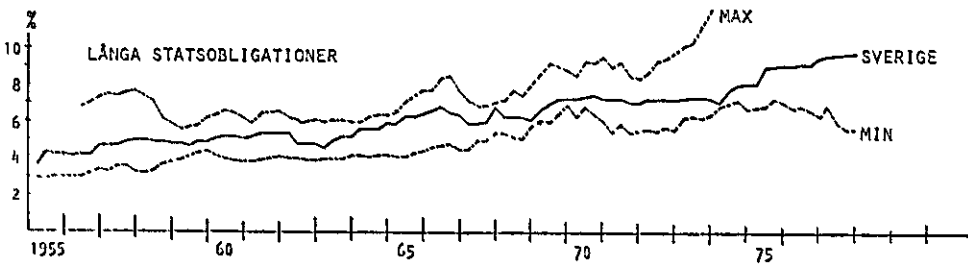
Jag har gjort en sammanställning av rantutvecklingen från 1955 till 1975, dvs en period som i stort sett tacker efterkrigstiden, med någorlunda fria handelsförhållanden.

Det har slagit mig att både den korta och den långa rantan i Sverige under hela perioden fram till dess att Bretton Woods-systemet upphörde har legat i stort sett inom "bandet" på figur 1, dock med ett visst litet undantag. Det är en tankeväckande illustration till det förhållandet att vi faktiskt inte varit så långt ifrån den sk jämviktsrantan som vi inbillar oss. Jag tror att förklaringen till det är att riksbanken ändå tvingats föra en sådan politik att man inte har avlagsnat sig särskilt långt från jämviktsrantan. Visserligen fastställer man alla rantor administrativt, men jag vill havda att medelrantan inte fjärrat sig mer än 1 à 2 procentenheter från jämviktsrantan under den här aktuella perioden.

Diagram 2 illustrerar den historiska aspekten. Där redovisas diskontot i Sverige, i Storbritannien och i USA under perioden 1924–1932. Diskontona i dessa tre länder följer varandra relativt nära under denna period, och

Diagram 1

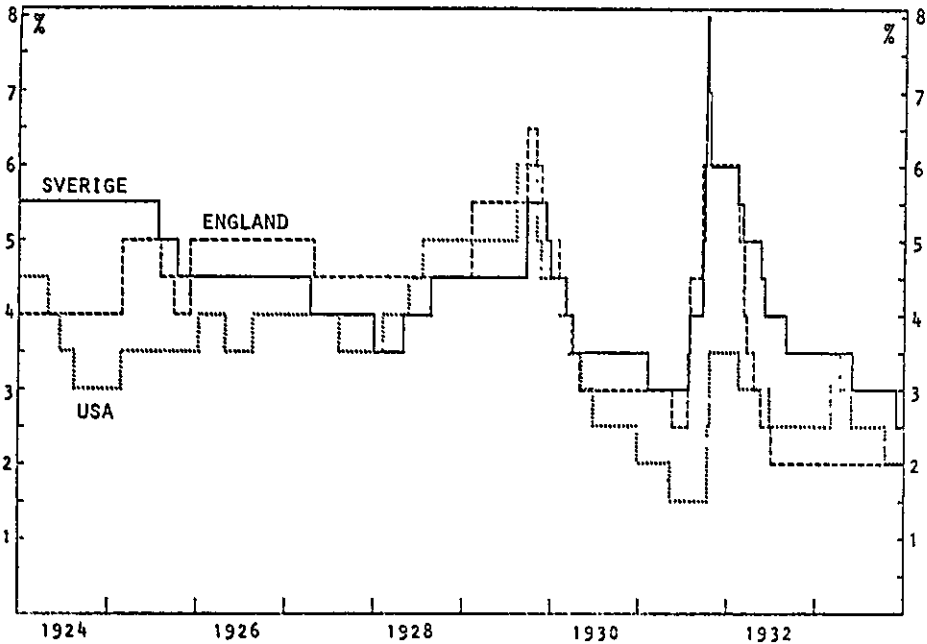
RÄNTOR 1955 - 1977



ÄNN. MAXIMI- RESP MINIMIGRÄNSERNA BILDAS AV DET HÖGSTA RESP LÄGSTA VÄRDET I USA, UK OCH VÄSTTYSKLAND.

Diagram 2

OFFICIELLT DISKONTO I SVERIGE, ENGLAND OCH FÖRENTA STATERNA ÅREN 1924-33



det är också vad man skulle förvänta sig vid tillämpning av den viktigaste formen av fast växelkurs under denna tid, nämligen guldmyntfoten. I motsats till vad som gällt under efterkrigstiden hade man då inte administrativt satta räntor. Riksbanken lade sig inte särskilt mycket i räntan i sparbanker och i andra banker. Det förekom vissa fluktuationer i räntenivån, som dock inte blev särskilt stora.

Som avslutning vill jag säga att det gäller att hitta erfarenheter utomlands för att illustrera utvecklingen, tex i USA, Västtyskland och Storbritannien. Särskilt Storbritannien är intressant i detta sammanhang. Man har där i början av 1970-talet gått ifrån den reglerande formen av kreditpolitik, där man bestämmer utlåningstak och räntesatser, och tillämpat en mera konkurrensinriktad form av kreditpolitik den sk *competitional credit*.

### Ordföranden:

Vi tackar dig för detta inlägg. Din slutsats är alltså att det egentligen inte skulle göra så mycket, om vi avskaffade ränteregleringen, men du gör samtidigt en reservation i det sammanhanget.

### Lars-Erik Thunholm:

Jag såg på sin tid i London en teaterpjäs som hette Mordet på jultomen. Det roliga med den titeln är ju att det naturligtvis är helt absurdt att morda just jultomen. Om jag skulle skriva den svenska kapitalmarknadens historia under efterkrigstiden, skulle jag göra det under titeln Mordet på kapitalmarknaden. Även det låter naturligtvis absurd, men det finns ett verklighetsunderlag. Faktum är att den regleringspolitik som på detta område bedrivits under hela efterkrigstiden effektivt förkvävt den fria och effektiva kapitalmarknad – med tonvikt på ordet marknad – som vi en gång hade här i landet.

Den indolente och underdånige svenskens förmåga att vänja sig vid och finna sig i allsköns elände är nu ganska stor, och de flesta här i landet kanske betraktar våra reglerade kapitalmarknadsförhållanden som tingens naturliga ordning. Få tycks ställa frågan hur det egentligen kan komma sig att vi nu för tiden inte har en fri fungerande marknad för långfristigt placeringskapital, trots att vi faktiskt hade det under mellankrigstiden och trots att andra utvecklade industriländer har det och anser detta vara en fullständigt omistlig del av det marknadsekonomiska systemet.

Vad menas då med en fungerande kapitalmarknad? Jo, därmed menar vi en lånemarknad, där alla olika låneanspråk fritt får kon-

kurrera om marknadens resurser och där samspelet mellan utbud och efterfrågan på lånekapital avgör kapitalets pris, dvs bestämmer räntebildningen, samt där priset fyller funktionen att skapa jämvikt mellan utbud och efterfrågan. Endast under sådana förhållanden kan man få en marknadsmekanism som fördelar kapitalet på olika ändamål efter ekonomiska kriterier och därmed på ett sätt som skapar den bästa produktivitetsutvecklingen i vår samhällsekonomi. En sådan fungerande kapitalmarknad hade vi som sagt i Sverige före kriget, och en sådan marknad har man i praktiskt taget alla utvecklade länder runt omkring oss.

Sådana förhållanden existerar som bekant inte i vårt nutida Sverige, i varje fall inte beträffande vad vi kan kalla den reguljära kapitalmarknaden. Denna är hårt reglerad, dels genom emissionskontrollen, dels genom riksbankens reglering av kapitalmarknadsinstitutionens och bankernas placeringspolitik. Genom emissionskontrollen bestämmer riksbanken vilka låntagare som skall få anlita den viktigaste delen av denna lånemarknad, nämligen obligationsmarknaden. Genom kontrollen av kapitalmarknadsinstitutionens och bankernas placering styr dessa till de av riksbanken prioriterade ändamålen. Dessa befogenheter utövar riksbanken med stöd av lagen om kreditpolitiska medel. Något egentligt samspel mellan utbud och efterfrågan existerar inte på kapitalmarknaden. Riksbanken bestämmer både utbud och efterfrågan och fixerar genom sina dekret också räntenivån på den långa marknaden.

Syftet med dessa regleringar har som bekant varit att prioritera vissa ändamål, framför allt bostadsfinansieringens behov av långfristigt lånekapital, medan det historiskt sett framför allt varit näringslivets lånebehov som trängts tillbaka. Jag skall inte gå in på det mer eller mindre vällovliga i denna styrning av landets kapitalresurser utan skall framför allt uppehålla mig vid konsekvenserna av att man på detta sätt satt marknadsmekanismen ur spel.

Dessa konsekvenser framträder på olika sätt.

Först och främst har detta regleringssystem skapat en illusion av något slags permanent kapitalbrist i vårt land. Den långa rantan har hållits nere på en konstlat låg nivå, långt under den nivå som skulle ha uppstått i en fri marknad. Detta har hämmat tillflödet av placeringskapital till den reguljära marknaden och skapat en konstlat stor efterfrågan. Rantans jämviktsskapande roll har fått ersättas av ett ransoneringsystem, av en koordination,

En följd av denna reglering har blivit att obligationer upphört att bli ett placeringsalternativ för privatsparare, företag, fonder, stiftelser etc. Antalet placerare har krympt till att så småningom endast omfatta det fåtal kapitalmarknadsinstitut, banker etc som ligger under riksbankens kontroll. Att bjuda hela kapitalmarknaden på lunch är som bekant en lätt arrangerad sak i vårt land.

Den långa räntan har inte bara låsts vid en konstlat låg nivå, utan därjämte har räntebildningens roll att differentiera efter olika ändamål med hänsyn till risk, löptider etc praktiskt taget upphävt eller i varje fall inskränkt till ett absolut minimum.

En effekt av regleringen är att en hel del naturligt placeringskapital stötts bort från den reguljära kapitalmarknaden och sökt sig utlopp på en okontrollerad grå marknad, som under senare år fått en växande betydelse i vårt land.

Reglering föder ju reglering, det har vi sett på detta område som på så många andra. Riksbanken har under de senaste åren kämpat för att också dra in de sk finansieringsbolagen under sin kontroll, och vi har till och med sett hur riksbanken gett sig in på oblyga försök att helt utanför sina befogenheter reglera de stora industribolagens likviditets- och placeringspolitik.

Slutligen har man försökt bota den kapitalbrist eller illusion av kapitalbrist som man skapat genom regleringssystemet genom att tvinga över affärsbankerna till att agera kapitalmarknadsinstitut, dvs köpa långa obligationer i växande utsträckning. Riksbanken har en speciell sked, med vilken man tvångsmatar affärsbankerna med bostads- och statsobligationer, en sked som fått det besynnerliga namnet likviditetskvot. Att dessa tvångsplaceringar kraftigt inskränker de resurser bankerna förfogar över för sin egentliga uppgift, att tillgodose näringslivets försörjning med kortfristigt kapital, har man bortsett från.

Dessa konsekvenser är så allvarliga att de bragt oss in i en alltmer ohållbar situation. Hur skall vi komma ur den?

År 1968 tillsattes en stor utredning med helt förkrossande sakkunskap från olika sidor av vår sk kapitalmarknad för att utreda frågan om "kapitalmarknaden i svensk ekonomi". Detta initiativ väckte stora förhoppningar. Nu skulle man väl ta itu med att penetrera hela detta regleringselände och verkligen se till att vi kunde återställa kapitalmarknadens funktionsduglighet. Men aj, vad vi bedrog oss. Efter tio års mödor lade utredningen i våras fram 1 100 sidor med mer eller mindre

kloka förslag på alla möjliga områden, utan att däremot göra något som helst försök att visa hur vi skulle kunna få kapitalmarknaden att fungera som en marknad. Hela utredningen, inklusive framstående företrädare för vårt näringsliv, förskriver sig till samma regleringsmentalitet som i 30 år lagt en död hand på vår kapitalmarknad.

Inte heller regeringsskiftet på hösten 1976 kunde infria de förhoppningar man då hade anledning ställa. Regeringen deklarerade högtidligt sin tro på det marknadsekonomiska systemet, fri konkurrens m m. Marknadsekonomi kan inte fungera utan en effektivt verkande kapitalmarknad. Så nu skulle man väl röja upp i regleringssnåren och låta tusen blommor blomma. Men ännu har vi inte sett någonting av det. Jag har i varje fall inte sett en enda blomma, inte ens en blyg liten pensé.

Vad vi däremot har sett är att trycket från marknadskrafterna efter hand blivit övermäktigt och lett till att den långa räntan successivt justerats upp till en mera realistisk nivå. Eftersom samtidigt trycket från efterfrågesidan dämpats genom minskningen av investeringsverksamheten såväl inom bostadssektorn som inom näringslivet, har onekligen ett bättre jämviktsläge skapats på vår kapitalmarknad under de senaste åren. I varje fall i det konjunkturläge vi befunnit oss i under de senaste åren har onekligen intrycket av "kapitalbrist" väsentligt mildrats.

Om vi någonsin skall ha en chans att komma ur regleringarnas tvångströja, borde man utnyttja det tillfälle som nu erbjuds sig. Riksbankens emissionskontroll kunde i dag saklöst slopas utan några som helst störande effekter. Det existerar för tillfället inte någon obligationskö att tala om för näringslivets del, och tillfället är ur den synpunkten idealiskt för en övergång till en fri emissionsmarknad. I den mån den industriella investeringsverksamheten åter blir mera livaktig och anspråken på obligationsmarknaden därmed ökar är det av samhällsekonomiska skäl ofrånkomligt att bereda tillräckligt utrymme för en sådan ökning. Det är svårt att se varför inte detta skall kunna ske i en fri marknad, där rantebildningen inklusive en fri differentiering av räntevillkoren kan få fungera som en utjämnande marknadsmekanism.

På sikt skulle en fri kapitalmarknad formodligen leda till större fluktuationer i den långa räntan än vi varit vana vid under de reglerade marknadsförhållandena. Sådana fluktuationer skulle i och för sig inte vara någon olägenhet utan skulle tvärtom leda till en smidig utjämning av utbuds- och efterfrågeförhållandena och därigenom förhindra

stockningar och köfenomen. Och man skall inte glömma att riksbanken har möjligheter att styra räntebildningen och undvika alltför tvara fluktuationer genom operationer i öppna marknaden.

I tider av ökade anspråk på kapitalmarknaden skulle naturligtvis en fri marknad leda till en höjning av den långa räntan även över den relativt höga nivå som vi kommit upp till under de senaste åren. Jag ser inte detta som en olägenhet utan tvärtom som en fördel. Därigenom skulle man åter kunna göra långa obligationer till ett attraktivt placeringsobjekt för många placeringskategorier, som nu vant sig av med att söka sig till denna marknad och i stället föredrar gråmarknadsplaceringar av olika slag. Det skulle innebära en i hög grad önskvärd breddning av obligationsmarknaden och verkligen hjälpa till att göra den till en effektivt fungerande marknad.

Det som inte minst gör en sådan breddning av obligationsmarknaden i hög grad angelägen redan i nuvarande läge är de statsfinansiella perspektiv vi nu står inför. Finansieringen av de jättelika statliga budgetunderskotten har hittills skett i former – via finansiering i riksbanken och affärsbankerna eller via utlandsupplåning – som medfört en våldsam ansvällning av penningmängden i vårt land. Man ser med skräck och fasa fram emot de inflationistiska konsekvenserna av en sådan likviditetssuppladdning i samhällsekonomin som vi nu upplever. Den enda möjligheten att undvika en fortsatt utveckling på denna väg är att lägga över en större del av statsupplåningen till kapitalmarknaden utanför banksystemet. Och en av de nödvändiga vägarna härför är att göra statsobligationer till attraktiva placeringsobjekt för privat sparare, företag, kassor och stiftelser av olika slag. Genom sådana placeringar kan man få en ökad långtidsbindning av de likvida medel som staten nu öser ut i samhällsekonomin via budgetunderskotten.

Det är ingen lätt uppgift, och det är möjligt att en attraktiv ränta inte är ett tillräckligt lockmedel och att man även får arbeta med skattefåvörer för att nå syftet. Men att det är nödvändigt att koppla in kapitalmarknaden på uppgiften tror jag är ovedersägligt.

### Jan Ekman:

Den svenska valutaregleringen, liksom samma lagstiftning i många andra länder, utgör exempel så gott som något på det gamla talesättet att "det närmaste människan lyckas komma odödligheten är hennes kristidslagstiftning".

Vår valutareglering firar tillsammans med många europeiska syskon i år eller under de närmaste två åren sitt fyrtioårsjubileum. Dessa regleringar hade sitt ursprung i andra världskrigets utbrott och de samhällsekonomiska åtgärder som då måste vidtagas.

Den svenska valutaregleringens historia är av föga intresse inför dagens diskussion. Det enda historiska faktum värt att notera är att regleringen i allt väsentligt förblivit oförändrad sedan sin tillkomst.

Vad skulle då hända om den nu sittande valutakommittén med uppgift att se över valutaregleringen avlät en utredning med en kärnfull och kort rekommendation att omedelbart avveckla hela regleringen? Frånsett den rena skrämseleffekt som detta skulle få tror jag, att det enklaste sättet att besvara den frågan torde vara att redovisa de motiv som brukar anföras för regleringens upprätthållande och erfarenheterna darav.

Betalningsbalanshänsyn eller önskemålet att kontrollera valutareservens storlek är ett av skälen som oftast åberopas. Vad gäller Sverige är det betalningsströmmarna i anslutning till vår export och import som betyder mest för utvecklingen av vår valutareserv.

Eftersom det inte är Sverige som fastställer de betalningsvillkor som världshandeln fungerar under finns det inte heller mycket – om ens något – som vi kan åstadkomma eller påverka genom att försöka valutareglera dessa transaktioner. Vi har också tagit konsekvensen av detta och etablerat principen att löpande betalningar är fria från valutareglering. Härtill är vi också tvingade av de internationella samarbetsavtal vi anslutit oss till, i detta fall främst OECD-reglerna.

Löpande betalningar som görs på villkor som är normala inom branschen motsvarar ca 80 % av den totala betalningstrafiken över Sveriges gränser och är alltså undantagna från valutaregleringen. Men så snart dessa transaktioner anknyts till t ex en terminsaffär i valuta eller en kreditgivning måste ett antal valutareglerningsbestämmelser beaktas. Dessa regleringar motiveras av att man genom dem tror sig kunna motverka kraftiga kortfristiga svängningar i valutareserven. Den reglerande myndigheten stravar alltså efter att upprätthålla ett valutalugn runt den svenska valutareserven och därmed också förhoppningsvis en lugn kursutveckling för svenska kronan.

Vid det här laget torde man väl dock ha konstaterat att det är mycket tveksamt om denna typ av regleringar fortfarande har någon effekt eller tillnärmelsevis motsvarar i resultat vad den kostar samhället att upprätthålla.

hålla. Skulle dessa regleringar vara effektiva borde den svenska valutareserven ha visat en relativt lugn utveckling under 1970-talet. I verkligheten fick vi vidkännas väsentligt kraftigare kortfristiga variationer än de länder som saknar eller tillämpar endast en begränsad valutareglering, som tex Väst-tyskland, Holland och Belgien.

Vad som gjorde att vi i en besvärlig situation kunde återfå ett lugn på detta område var inte utövändet av valutaregleringen utan snarare den föredömliga växelkurspolitik som riksbanken genomförde genom sänkningen av växelkursen för den svenska kronan till den valutakurs som vi nu har. Enligt min mening löste denna politik i stort sett valuta-reservproblemet, och med det sätt som man sköter valutareserven på i dag tror jag att man kan avskaffa hela regleringsmaskineriet för betalningstransaktioner i vår utrikeshandel.

Den andra faktor som åberopats som argument för valutaregleringen är kapitalrörelserna över gränserna. Man säger att det är absolut nödvändigt att reglera dessa, eftersom de kan få en våldsam inverkan på situationen i landet, inklusive valutareserven och den inhemska penningpolitiken. Det har dessutom under senare år förts fram krav på en reglering av dessa kapitaltransaktioner av politiska skäl. Jag tänker på de krav som ställs på att fackföreningarna skall beredas möjlighet att ur arbetstagsynpunkt påverka beslut om investeringar i utlandet.

Det är sålunda främst stabiliseringspolitiska skäl som ligger bakom de valutaregleringskrav som knyter an till kapitaltransaktioner. Jag talar då bara om sådana som genomförs av företag, kommuner eller staten. Man baserar sig då på argumentet att vad gäller ett litet land som Sverige skulle man inte kunna föra en självständig penningpolitik, om kapitalrörelserna var fria. Vi skulle i ett valutaoreglerat samhälle inte genom inhemsk räntepolitik kunna reglera penningtillgången, om vårt ränteläge markant avviker från omvärldens nivå. Vi skulle alltså inte kunna hålla oss med en alldeles egen svensk hemmainflation.

Om inte förr så nu med 1970-talets erfarenheter bakom oss vet vi, att ingen valutareglering i världen kan lösa de fundamentala problem vi hamnat i med början år 1975. Förr eller senare måste vi i en sådan situation ta konsekvenserna av vårt ekonomiskt avvikande beteende och rätta in oss efter omvärldens situation. När det nu ser ut som om vi i alla fall borjat hava oss upp ur de bekymmer vi kom in i 1975 är det också klart, att det inte

var genom valutaregleringsåtgärder som vi klarade dessa problem. Ett väsentligt inslag i en föredömlig riksbankspolitik, kombinerad med en kraftfull finanspolitik i landet, var en medveten lättnad i flera valutareglerande bestämmelser. Detta var starten till det som ser ut att bli en lyckad återhamtning.

Låt oss alltså konstatera att sedan vi en gång tagit steget ut i det kalla vattnet och öppnat slussarna till utnyttjande av utlandskt kapital i Sverige är det också hög tid att radikalt ompröva den valutareglering som skrevs från utgångspunkten att förhindra import av kapital till Sverige.

Slutligen i all hast några ord om privatpersoners transaktioner, för att inget missförstånd skall uppstå i detta sammanhang. Vänner av ordning har under senare år skrivit mycket om att man med olika åtgärder skulle förhindra exporten av privat kapital från Sverige, vilken ansetts vara orättfärdig. Olyckligtvis har uppgifter kommit fram som tyder på att det ofta rör sig om en kombination av inte bara valutabrott utan också ganska allvarliga skattebrott. Utan att på något sätt vilja ursäktla företeelsen tror jag ändå att det är viktigt att i detta sammanhang påpeka att vi ingenting vet om hur stor volymen av denna typ av trafik över landets gränser är. Vi kan förmodligen aldrig få reda på hur stora belopp det galler, men alla tecken tyder på att de rent betalningsbalansmässigt inte spelar någon som helst roll. Låt oss därför föra bort dessa frågor ur den nationalekonomiska diskussionen.

Det kan också vara värt att i detta sammanhang konstatera att det ter sig ganska meningslöst att påtvinga Sveriges riksbank skyldighet att utöva de polisiära åtgärder som behövs för att kontrollera respektive förhindra sådana transaktioner av privatpersoner. Denna typ av problem borde rimligtvis hantearas av någon annan instans i samhället.

Sammanfattningsvis måste vi göra klart för oss att vi aldrig kommer ifrån denna typ av problem i ett högskattesamhälle av den utformning vi har i vårt land. Detta utflöde kommer ständigt att förekomma. Att försöka ratta till denna företeelse med en utbyggd valutareglering torde utgöra ett administrativt Sisyfos-öde, som vi bör förskona riksbanken från. Ingen nation har hittills kunnat lösa problemet på detta sätt. Det enda sättet att införa en sådan kontroll är att överge vår valutas konvertibilitet och övergå till en rubeleekonomi. Men även de länder som genomfört detta suckar ständigt över att inte ens de lyckats helt isolera sig i detta avseende. Problemet kan endast lösas genom ett nytt och vettigare skattesystem.

## Ordföranden:

Jag tackar för detta anförande av Jan Ekman. Det verkar således som om det inte behövs någon kreditreglering.

## Carl-Henrik Nordlander:

Herr ordförande! Också jag hade förberett ett anförande, men dels höll det sig inte inom den givna ramen av 10 minuter utan var snarare dubbelt så långt, dels tog jag där upp en hel del frågor utöver dem som här har berörts. Jag vill därför stryka det som jag från början hade tänkt säga och i stället gå in på de frågor som inledarna tagit upp.

Jag vill i alla fall påpeka att ni, när ni vid detta tillfälle inbjudit inte mindre än tre framstående kritiker, i förväg sett till att få en kraftig majoritet för dem som säger nej till den fråga som ligger bakom ämnesrubriken, nämligen "Behovs riksbanken?" Det var väl bara artighet som gjorde att man inte formulerade rubriken på det sättet. Det kanske därför också blir så att åhörarna kommer att gå härifrån i den fasta övertygelsen att riksbanken inte behövs.

Huvudfrågorna i detta sammanhang är för det första vad som händer om man släpper räntorna fria och för det andra vad som händer om man inför frihet på kapitalmarknaden. Professor Johan Myrman talade om att man kunde se frågan om fri räntebildning ur tre synpunkter. Det är en frågeställning som man i grund och botten vet mycket litet om. Han talade om det teoretiska perspektivet, om utländska erfarenheter och om de historiska erfarenheterna.

Vad beträffar det rent teoretiska perspektivet, att den absoluta friheten leder till det ur allokeringssynpunkt bästa resultatet, gjorde professor Myrman en reservation som i själva verket är utomordentligt viktig. Han sade nämligen att han i varje fall för tillfället inte vill ta upp frågan om konsumtionskrediterna i det sammanhanget. En väsentlig del – för dagen till och med nästan den största delen – av bankernas kreditgivning går till krediter av den typen. Därför blir det lätt en ofullständig argumentering, om man i en diskussion om dagens kreditpolitik ser bort från den aspekten.

Professor Myrman har i en artikel i en förnämlig tidskrift nyligen argumenterat att man kan skapa en allokeringsrattvisa, om räntan blir för hög, genom en konsumtionsbeskattning, dvs en beskattning av allt det man köper för sina sparade medel, och möjligtvis också genom en subventionering av de stackars näringsidkare som inte har råd att

betala detta höga ränteläge. Det är en bild som inte inger mig någon förtjusning. Jämfört med det administrativa godtycke som skulle uppstå med en sådan ordning skulle till och med dagens riksbankspolitik framstå som något oerhört eftersträvanvärt.

Innebörden av det teoretiska perspektivet, om vi helt bortser från konsumtionsbeskattningen, skulle väl vara att bostadsägare och näringsidkare utan restriktioner skulle få kapital via kreditmarknaden och att resterande medel skulle få disponeras för konsumtionskrediter. I grund och botten vet ingen vad som skulle hända med räntan om man på det sättet slopade i varje fall huvuddelen av den styrning som nu förekommer.

Den framtidsbild som Johan Myrman målade i dag var naturligtvis i och för sig ganska sympatisk. Den bygger väl emellertid egentligen på förhoppningen att det inte skulle bli så förskräckligt stora avvikelser i räntenivån från vad som nu gäller, och då skulle man ju kunna göra gallande att det är klokt att ta ett sådant steg. Ja, om man kunde vara absolut säker på att det skulle bli så, skulle jag kanske instämma med honom, men det är det jag har svårt att tro och jag skall peka på ett exempel som motivering för min skepsis. Den typ av obligationer som skulle vara svårast att sälja är bostadsobligationerna, på grund av de låga for att inte säga obefintliga amorteringarna på dem. Med hänsyn till deras mindre attraktiva konstruktion skulle man säkerligen få stor svårighet att avsätta dem till rantor som ligger i nivå med eller bara obetydligt över vad staten skulle få ut genom att sälja sina egna obligationer.

Jag tycker att de utländska erfarenheterna bör ses med en viss försiktighet. Det är kanske inte så givande att jämföra våra förhållanden med vad som händer i exempelvis Västtyskland och USA. Dessa stater har dock ekonomier av annan typ än vår, och det gäller särskilt Västtyskland vad beträffar inflationstakt och skatter. Men låt oss se på hur det är i vårt närmaste grannland i söder, Danmark, som i princip fått en fri räntesättning på obligationer! Där ligger obligationsräntorna på 15–16 procent, men väl att märka: trots att man har denna höga obligationsränta har man inte på något sätt lyckats lösa problemet med kreditrestriktionerna. Dessa är i Danmark väsentligt hårdare och mera preciserade än våra när det gäller bankernas utlåningstakt. Inte ens i England, där man tillvis haft en relativt hög obligationsränta, till och med några procent över vad som accepterats i Danmark, har man kunnat undvika utlåningsrestriktioner. Man tillämpar där en

"korsett", som innebar att man bestraffar varje ökning av bankutlåningen utöver den nivå man anser tillräcklig. Jag är mot denna bakgrund rädd för att — speciellt i dagens läge — denna absoluta frihet skulle leda till en höjning av obligationsräntan till en nivå som skulle skapa problem.

Vad gäller de historiska erfarenheterna har jag ett minne av att man inte behöver gå så långt tillbaka för att finna en tid då det verkligen forekom en viss konkurrens mellan kreditinstituten även beträffande utlåningsräntorna. Detta var om inte en press nedåt så dock en ganska kraftig broms för räntesättningen på utlåningssidan. Men i samma mån som för det första efterfrågan på krediter har vuxit och som för det andra marginalbeskattningen har medfört att räntorna känts mindre och mindre tyngande för individerna har bromseffekten för en hög räntesättning fallit bort. Jag är ganska övertygad om att man, om man i dagens läge inte skulle ha någon begränsning av konsumtionskrediter över huvud taget, skulle få en uppskrivning av räntelaget som inte skulle vara önskvärd.

Jag ser alltså inte i dagens läge ett frislåpande av räntorna som en lösning av de problem som alla brottas med.

Vad sedan gäller kapitalmarknaden sparade inte bankdirektör Thunholm på krutet när han skulle göra klart för oss alla hur i grunden felaktig den politik som nu förs är. Jag skulle vilja säga några ord även på den punkten. Också jag minns en tid då obligationer för genomsnittliga sparare var ett gångbart alternativ till insättning på ett bankkonto. De belopp det gällde var väl inte så stora med nutida mått mätt, men obligationer var alltså på den tiden ett placeringsinstrument för hela folket. Om detta gynnssamma tillstånd upphörde under 1930-talet eller om det forsvann i och med andra världskriget vet jag inte, men det är uppenbart att det är olyckligt att så skett. Om bankerna medverkat till att minska privatpersoners intresse för obligationer vet jag inte heller, man jag skulle inte vara förvånad om det varit en bidragande orsak. Nu står vi i alla fall utan denna sekundärmarknad och utan detta allmänna intresse från privatpersoner för denna typ av placering.

Vad kan vi då göra? Bankdirektör Thunholms recept är ju klart: Släpp alla regleringar och låt marknadens krafter verka på detta område! Jag skulle vilja fråga, om man verkligen är så övertygad om att detta är vad näringslivet i grund och botten vill. En uppmaning att omedelbart släppa alla krafter fria måste väl innebära att alla typer av företag

eller organisationer skulle få möjlighet att gå ut på obligationsmarknaden. Det finns stora grupper som hittills varit utestängda från obligationsmarknaden men som är utomordentligt angelägna om att komma in. Jag vill tex peka på intresset för att det skall skapas möjligheter att genom emissioner på obligationsmarknaden finansiera försäljningen av äldre fastigheter, dvs villor och liknande. Det är en marknad som utan vidare skulle kunna dra till sig mellan 3 och 5 miljarder kronor om året men som hittills inte fått tillfälle till det.

Skulle man skapa en allmän frihet får man väl forutsätta att, som bankdirektör Thunholm redan sagt, i första hand staten och i andra hand kommunerna får sitt och att det sedan blir en huggsexa. Jag är inte övertygad om att man på det sättet bast gagnar näringslivets intressen.

Jag skulle vilja tillägga att det i och för sig låter mycket bra och tankvärt att man skulle försöka bredda marknaden av obligationsköpare. Man skall dock inte ha några som helst illusioner om att man genom att skapa detta bredare intresse för statens obligationer — jag lämnar här bostadsobligationerna därhän — skulle kunna på något sätt avlasta den börda som nu bankerna har fått ta på sig genom att köpa statsobligationer. Detta får ses mot bakgrund av den enorma volym av statsobligationer som försäljs.

Låt mig ta ett exempel, på grundval av den statistik jag hade till förfogande innan jag gick till detta möte. Bara affärsbankerna har detta år ökat sitt förråd av statsobligationer med två tredjedelar, och det är två tredjedelar av den ökning av inlåningen som affärsbankerna haft under detta år. Med tanke på de budgetunderskott som vi kommer att få se i fortsättningen, innebärande att staten skall låna upp 30, 40 eller 50 miljarder om året, är det klart att, hur mycket man än kan intressera varje svensk för statsobligationer, kommer det ändå att bli stora poster för vilka inte det kommer att finnas andra köpare än bankinstituten. Jag säger inte detta för att uppmana till att inget skall göras utan därför att man inte skall tro att man genom att arbeta med dessa metoder kan lösa några problem.

Det är en olycklig utveckling att bankerna tenderat att bli mer eller mindre en sorts förvaringsplatser för stats- och bostadsobligationer, och det är inte något som ligger i riksbankens intresse. Vi bör göra allt vad vi kan för att bredda kapitalmarknaden, men det kommer inte att leda till att problemen löses 1979, 1980 eller inom den tidsrymd som långtidsutredningen är inne på.

# Debatt

Redigerat referat

## Ordföranden:

Riksbankschefen har nu visserligen tagit något längre tid i anspråk än de övriga inledarna, men det är ganska naturligt med tanke på att det var så många motståndare till den nuvarande kreditregleringen.

## Carl-Henrik Nordlander:

På det området arbetar en synnerligen kompetent utredning, och jag tycker att det är rimligt att den får fullgöra sitt arbete innan jag ger mig in på det amnet. Låt mig bara uttrycka den förhoppningen att dess resultat inte kommer att bli ur bankernas synpunkt lika nedslående som varit fallet med kapitalmarknadsutredningen.

## Ordföranden:

Det är självfallet intressant att notera att det också är en bankdirektör med i den utredningen, och vi tackar för det.

Det har här talats om konsumtionskrediterna som ett specialfall och framhållits att det skulle bli problem, om man släppte dem fria. Jag utgår från att utlåningen vad beträffar konsumtionskrediter är reglerad i dag. Men det gäller bara den del som ligger inom banksystemet. En stor och växande del av dem ligger utanför detta. Vi kanske kan komma tillbaka till det.

Innan jag ger ordet vidare till pandedeltagarna är det naturligt att inbjuda föreningens medlemmar och andra närvarande valkoma att begära ordet.

## Lars Wohlin:

Man har talat om önskvärdheten av att bredda kapitalmarknaden och en fri räntebildning. Problemet är att hushållen genom höga marginalskatter är så känsliga för räntekostnaderna och får så lite avkastning efter skatt på sina placerade medel i kapitalmarknaden. Här i debatten har detta ansetts vara ett problem som visserligen erkänts men som man i huvudsak begränsat till frågan om konsumtionskrediterna. Det är dock väsentligt att notera att frågan inte bara gäller ränteokänsligheten för konsumtionskrediter på TV-apparater, kylskåp eller bilhandeln, där den effektiva rantan på avbetalningskontrakt kan gå upp till 36% utan även gäller hela frågan om bedömning av fastigheter, som stigit mycket starkt i värde. En fri konkurrens om kapitalet, där hushållen kan ta upp nya långa lån mot säkerhet i fastighet skulle betyda en inte oväsentlig överföring av kapitalresurserna till hushållssektorn och höja nivån väsentligt.

Chefen för SE-banken har nyligen föreslagit införande av obligationer till låg ranta med särskilt gynnsamma skatteregler för att vidga den långa kapitalmarknaden. Detta visar med all tydlighet att det inte går att tanka bort skattefrågorna och diskutera en perfekt kapitalmarknad med rantan som enda regulator.

Det är viktigt att göra något åt skattereglerna, och vi har tillsatt utredningen för att pröva ett system med real beskattning, och vi tror att den på längre sikt kan leda till förbättringar. Innebörden av en sådan beskattning är att man inte skall få göra avdrag för inflationsdelen av rantan och inte heller skall beskattas för denna andel. Jag tror att man måste komma från systemet med 80- till 90-procentiga marginalskatter.

Vad gäller allokering och resurser vill jag framhålla att man gör jämförelser med ett slags idealmodell, där kapitalmarknaden fungerar så att alla anspråk får konkurrera. Visst kan man göra sådana jämförelser, men vad det nu gäller är också att uppfylla vissa uppsatta mål, tex att åstadkomma ett visst antal lagenheter. De medel som slussas via kapitalmarknaden tenderar att i stor utsträckning vara forenade med statssubventioner. Hur mycket av detta kapital skulle i stället komma att slussas över budgeten utöver vad som redan sker idag? Därmed skulle statens upplåningsbehov öka och bli än mer dominerande andel av kapitalmarknaden.

För att lösa detta problem måste man studera hur situationen ser ut när staten skall finansiera ett stort och växande budgetunderskott vid en given penningmängdsökning. Vilken räntenivå får man då? Ja, då måste rantetillskottet dimensioneras så att man får de politiskt bestämda kapitaltillskotten till olika områden, vilket naturligtvis höjer räntenivån väsentligt för de återstående sektorerna.

Nasta år skall det kanske byggas 65 000 lägenheter, de nya energisparlånen skall fram osv. Därför måste man tänka igenom vad som är det näst bästa alternativet. Jag vänder mig mot att använda jämförelsenormen en perfekt kapitalmarknad när marknaden är sondertrasad i en stor mängd konkurrerande intressen. Johan Myhrman foreslog att man skulle avskaffa ränteregleringen. Det är svårt men det sker successiva förändringar av denna. Jag tror att det finns utrymme för en lättare form av reglering i detta sammanhang.

Vad gäller valutaregleringen noterade Jan Ekman att det hade skett lättnader i denna. Jag tror att det inte tillräckligt har markerats vilken roll som öppnandet av den svenska kapitalmarknaden för import av utländska krediter har betytt. Det har

skett en uppmjukning av reglerna för bankernas upplåningsmöjligheter utomlands.

Lars-Erik Thunholm framhöll att det inte hade skett någon förändring på vår kreditmarknad. Det hade inte ens förekommit en blyg liten pensé under den nya regeringens tid. Men samtidigt sade han att det nu var ett alldeles idealt läge för att upphäva regleringen av kapitalmarknaden. Men det är inte bara en slumpmässig företeelse. Det är mycket lättare att avveckla regleringarna om man befinner sig i en jämviktssituation än i ett läge med obalans. Det gäller tex på bostadsmarknaden. Den diskussion som startat i kväll är inte bara en slump. Det är ingen dålig insats att ha skapat ett idealt läge. För två år sedan tänkte man inte på samma sätt. Det var bara några kommentarer kring de gjorda inlaggen.

### Lars Nabseth:

Hittills har panelen i stor utsträckning talat om finansiella förhållanden och om konsumtionskrediter. Man har också använt ordet resursallokering. Jag vill tala om något som i stor utsträckning ligger bakom denna debatt, nämligen investeringsverksamheten inom industrin. Denna investeringar har en central roll, och vi vet att de har sjunkit med 30 procent på två år. Långtidsutredningen och Lars Wohlin hoppas nu att de skall stiga med 4,5 procent per år. En nödvändig förutsättning för att dessa investeringar skall stiga är dock att det sker en lönsamhetsförbättring. Jag menar att detta inte är tillräckligt.

Man talar numera runt om i världen om de ökade risker som generellt är förenade med investeringsprojekt. En del av dessa risker är sådana att vi inte kan gora mycket åt dem. Andra uppkommer genom administrativa beslut, tex miljövärdsföreskrifter, och dem kan vi själva gora något åt. En tredje kategori är sådana risker som är förknippade med osakerheten om de finansiella förhållandena.

Jag skulle i detta sammanhang vilja säga några ord om obligationsemissionerna. I detta avseende är svensk industri och svenskt näringsliv i en sämre situation än industrin i många andra länder. Det gäller inte bara villkoren utan också möjligheterna att veta hur utfallet skall bli. Obligationsskontrollen har haft negativa konsekvenser genom att man inte kunnat vara säker på att få tillbaka sina pengar. Man kan inte utnyttja obligationslån för att finansiera ett långsiktigt investeringsprojekt. Detta är ytterst allvarligt, och jag tycker inte att våra penningvärdande myndigheter tillräckligt förstått nackdelarna med detta system.

Kapitalmarknadsutredningen föreslår ett avskaffande av återlånen för större företag, och jag kan i och för sig förstå en del av motiveringen härfor. Industriförbundet har dock gått emot detta förslag. Företagen har en möjlighet till saker placering, som kan utnyttjas vid finansieringen av inve-

steringar. Som Lars Wohlin nämnde är det fördelaktigt att avskaffa en reglering i ett jämviktsläge. Varför då inte avskaffa obligationskontrollen? Härigenom skulle man kunna få en mycket bredare obligationsmarknad. Hittills har bara en del företag kunnat gå ut på denna marknad, men det vore en klar fördel om flera sådana kunde gora det.

Valutaregleringen har annu inte berörts av riksbankschefen. Med den utformning som den svenska valutaregleringen har upplever utlåningar ofta utlåningen till svenska företag som på något sätt säkrad. Det förefaller ytterst tveksamt om vi skall skapa det intrycket runt om i världen.

### Johan Myhrman:

De tio minuter jag hade till förfogande var tydligen en alldeles för kort tid, eftersom det som jag sade gav upphov till en hel del missförstånd, bla från Lars Wohlin. Jag talade inte om begränsning av konsumtionskrediter utan om "begränsning till tio minuter".

Lars-Erik Thunholm fick av mitt anförande intrycket att vår långa ranta inte skulle varit det minsta högre vid en fri rantebildning. Det var inte alls min mening att framhålla det. Jag tror att den skulle ha varit högre.

Något som är slående och som jag funderat mycket på är varför rantorna legat så nära varandra över hela världen, från USA med dess fria kredit- och kapitalmarknad till England, Västtyskland och Sverige. Det har slagit mig att vår marknadsranta inte skulle ha varit så mycket högre. Det skulle inte bli fråga om en stegring med 10 procentenheter.

Jag vill därför fråga riksbankschefen, som menar att vi inte kan slappa rantorna fria: Varför är vi och på vilket sätt är vi i så fall så fundamentalt annorlunda än andra länder? Har vi generellt oerhört mycket större kreditbehov i Sverige? Är vår kreditmarknad annorlunda konstruerad? Vad gör det sannolikt att vi kommer över rantenivån på den västtyska kapitalmarknaden?

Lars-Erik Thunholm har i en artikel uttalat att vår kapitalmarknad kvantitativt sett inte är så speciellt liten i förhållande till vad som gäller i omvärlden. Varför skulle vi inte kunna ha en generellt fri ranta i Sverige?

Jag vill också beröra några aspekter som Lars Wohlin tog fasta på och som gällde utsikterna för framtiden och att våra behov av krediter vaxt. Varför gick det då inte att göra något under 1950- och 1960-talen?

Jag är vidare helt medveten om att man inte kan fuska bort frågan om konsumtionskrediterna. Det är ett problem som blivit mycket mera akut genom 1970-talets starka inflationsutveckling. Hushållen har mycket mer än tidigare insett hur fördelaktigt det är att lånefinansiera alla slags inköp, inte bara av kapitalvaror utan även av konsumtionsvaror,

bara man har en säkerhet att belåna. Men detta är en fråga som måste behandlas speciellt. Det finns i ett mera långsiktigt perspektiv inte något skäl att låsa hela kreditmarknaden på grund av detta. Jag tror att Lars Wohlin och jag är helt överens om att man måste söka lösningen på detta i någon form av precisering av hur beskattningen skall verka. För företagen foreligger inte samma problem. Vi klarar inte denna fråga i dag, men jag vill framhålla att lösningen kan sökas på annat sätt än via rantebildningen.

Problemen med budgetunderskotten representerar något nytt. Även om vi haft stora budgetunderskott tidigare, har de inte legat på 10 procent av BNP, vilket däremot var fallet i England 1975. Självfallet loser vi inte detta problem genom en friare ränta, men det gäller att arbeta på litet längre sikt för att förbättra den fria kapitalmarknaden.

När det gäller allokering är det inte fråga om att en friare prisbildning löser alla problem, men om man inte vill gå den vägen hamnar man i ett regleringssystem. Man får se hur det skulle fungera i ett mellanlag. Vi har talat om vad som skulle handa, om man släpper rantorna fria. Jag har uttalat mig om vad som skulle inträffa på sikt, inte om vad som skulle ske den närmaste tiden. Det är svårt att tala om en hypotetisk fråga om fri rantebildning i sådana termer.

Lars Wohlin ser fler och fler saker som han vill prioritera. Jag kan inte se att det av detta skulle följa att man inte skall ha en fri prisbildning. Tvärtom är det mycket viktigt att se vad det kostar att göra dessa prioriteringar, och det gör man bäst genom att via marknaden sätta priset på den tjänst man prioriterar. Om man får betala ett marknadspris på den tjänst man prioriterar genom statligt ingripande, kan alla andra jämföra den med andra prioriteringar, tex med de samhällsekonomiska kostnaderna för att prioritera bostäder, statlig upplåning osv. Om vi sätter godtyckliga priser på tjänsterna, dvs reglerade priser som inte motsvarar jämviktspriserna, får vi inte reda på den sanna samhällsekonomiska kostnaden för prioriteringen, och det är inte bra.

## Lars-Erik Thunholm:

Riksbankschefen ställde frågan om jag är övertygad om att vi klarar de problem som uppstår, om vi i morgon släpper alla regleringar. Nu skall alla ha klart för sig att det inte går till på det sättet att man utan vidare släpper allting fritt och sedan tror att det skall fungera. Den som suttit inburad så länge behöver nog litet tid för att lära sig flyga igen. Vad som är viktigt är att man sätter upp målsättningen att återställa den fria kapitalmarknad som vi haft här i landet och som alla andra länder av Sveriges

utvecklingstyp har. Man måste göra klart för sig vilka förhållanden i Sverige som är så speciella att vi måste vidmakthålla ett regleringssystem som andra klarar sig utan.

Vi bekänner oss ändå till det marknadsekonomiska systemet. Varför skall inte det kunna gälla också kredit- och kapitalmarknaden, som är en så omistlig del av ett blandekonomiskt system? Man får aldrig något klart svar på frågan varför förhållandena är så konstiga i Sverige att vi inte kan ha samma fria kapitalmarknadsförhållanden som tidigare och som i så många andra länder.

Självfallet finns det en risk för att rantan stiger i en fri marknad, i varje fall i vissa konjunkturlagen, till en väsentligt högre nivå än vad vi har vant oss vid här i landet. Men i och med att man uttrycker den farhågan har man klart fastslagit att rantan i vårt land ligger på en lagre nivå än en jämviktsnivå, och då måste man också förklara vad som är anledningen till detta. Man måste kunna försvara att man håller rantan på en lagre nivå än jämviktsnivån, med alla de konsekvenser det innebär.

Riksbankschefen sade icke ett ord om vad jag kallar den grå marknaden. Men det är faktiskt så att vi här i Sverige har en hårt reglerad kapitalmarknad och att det därutöver har blommat upp en marknad med fri ränta, där alla kan konkurrera om utbudet. Den grå marknaden har tenderat att öka, i synnerhet i bristsituationer.

Riksbankschefen nämnde i detta sammanhang fastighetsobligationer. Jag skulle onska att man etablerade så fria förhållanden på den reguljära marknaden, även till priset av en viss höjning av rantenivån, att denna marknad vidgas och den grå marknaden kan inskränkas. Genom en högre rantenivå har man en chans att dra till sig mera kapital, som annars söker sig till den grå marknaden. Man får då även ur riksbankens synpunkt en bättre kontroll över kapitalflödena och en bättre allokering över huvud taget. Man kan inte uttala sig om dessa förhållanden utan att i bilden ta in den grå marknaden och dess effekter på både prisbildning och allokering av resurser.

Det är sannolikt att rantan på en fri marknad på sikt skulle komma att ligga högre än den nu gör, och jag har inte sett det som någon olagenhet utan snarare som en fördel just för att möjliggöra en breddning av marknaden. Jag tror att vi, i varje fall för närvarande, inte ligger så långt från de jämviktsrantor som skulle etableras på en sådan marknad.

Jag tror inte att utbudsförhållandena i Sverige vad gäller långsiktigt kapital är sådana att vi riskerar att hamna i ett alltför uppdrivet räntelage. Men även om så vore, tror jag att det är skal att släppa marknaden fri för att få död på den okontrollerade grå marknaden, som faktiskt är ett sjukdomsfenomen och som uppstår i alla regleringsökonomier av olika slag.

## Ordföranden:

Valutaregleringen har ju inte berörts i så stor utsträckning har, och riksbankschefen sade att han inte vill foregripa den sittande utredningen genom att uttala sig i den frågan. Men det pågår faktiskt också en utredning om de övriga frågor som diskuteras här, och det får väl tolkas som att riksbankschefen har stor förståelse för de synpunkter som framförts på de avsnitten. Har Jan Ekman något att säga med anledning av de korta kommentarer som gjorts?

## Jan Ekman:

Jag vill knyta an till något som nämndes tidigare, nämligen att den svenska valutaregleringen utomlands kanske tolkas såsom utgörande en form av nationell garanti för vår utlandsskuld. Jag har personligen inte stött på något sådant tankande. Eventuellt kan det vara en missuppfattning, som bygger på att man anser att ett valutatillstånd, som lamnats av myndigheterna i ett land för en upplåning utomlands också anses garantera att det finns valuta tillgänglig för att klara rantor och återbetalning. Vad som brukar benämnas "transfergaranti" och är alltså ingen kreditgaranti. Men det är en sak. En annan sak är att det när man lättar på restriktionerna efter det att man har fört en starkt restriktiv politik ibland ställs inför krav från utlandet på att man skall lämna en formell statsgaranti eller borgen för utländska låns återbetalande och sådana garantier har i dag en volymmässigt stor omfattning.

## Carl-Henrik Nordlander:

Herr ordförande! När jag sade att jag inte ville yttra mig om valutafrågorna därför att det pågår en utredning av en mycket sakkunnig grupp anmärkte herr ordföranden att jag då inte borde ha uttalat mig i övrigt heller, och det kanske jag inte skulle ha bort göra. Men den utredning som herr ordföranden talade om först finns annu inte i sinnevärlden. Dessutom skall den nuvarande lagstiftningen ligga kvar under tre år, och därför är jag oförhindrad att svara i det avseendet.

Jag vill med anledning av vad Lars Nabseth sade inte i och för sig forringa de olagenheter som det kan medföra för industrin att inte få veta riktigt när man får något eller vad man får. Men faktum är ändå att i den politik som förts beträffande industriobligationer har industrin varit den privilegierade parten inom hela näringslivet. Den kontroll man haft har således ingalunda varit enbart till näringslivets nackdel utan den bör också ha haft vissa goda effekter på det området.

En annan fråga var varför vi skulle vara så olika andra länder att vi behöver ha en sarställning när det gäller räntorna. Det är också mitt intryck att vi

under den tid då vi hade litet normalare förhållanden och inte hade någon kontroll låg rentemässigt ganska väl i nivå med andra länder. Inte heller i dag har vi när det gäller nivån på våra in- och utlåningsräntor, differenserna mellan korta och långa rantor osv några markanta avvikelser i förhållande till utlandet. Vi låg alltså ganska nära eller i en sorts jämviktsläge och vi ligger också i dag så nära man rimligen kan komma något slags internationell jämviktsränta. Det är i och för sig också ganska naturligt, eftersom vår räntenivå är relativt beroende av hur räntorna rör sig i omvärlden.

Med anledning av frågan varför vi är rädda för att slappa rantorna fna skulle jag för det första vilja peka på att vår skattesituation i viss mån sätter oss i en särställning när det gäller efterfrågan på vissa typer av krediter. Vi har inbyggda inflationsförväntningar, som är utomordentligt utpräglade, vi har budgetunderskotten som vi kommer att få dras med och vi har tyvärr också en lagre utlåning på kapitalmarknaden. Det är sådant som vi inte kan komma ifrån och som förklarar varför vi måste gå litet försiktigare fram i stället för att börja rusa på frihetens väg.

När det gäller det omedelbara agerandet kan vi inte heller bara se på det långsiktiga perspektivet. Vad vi har att handskas med är ju den situation vi möter i dag och i morgon, de konkreta krav som ställs och de frågor som vi måste lösa. Vi kan naturligtvis i och för sig se på det långsiktiga perspektivet, men när det gäller dagens handlande är vi tyvärr låsta av realiteterna.

Direktor Lars-Erik Thunholm frågade vad det är för konstigt med oss, eftersom vi måste ha en kredit- och kapitalmarknad som så helt avviker från andra länders. Jag skulle vilja säga att vi inte avviker så väldigt mycket från många andra länder när det gäller de medel som används på kapitalmarknaden. Jag har tillåtit mig förut namna att man i Danmark har en reglering när det gäller utlåningen som är utomordentligt preciserad. Man har till och med i miljoner danska kronor satt upp preciserade mål för hur mycket obligationer som får ges ut.

Jag har försiktigtvis plockat med ett par andra exempel, eftersom jag hoppades att denna fråga skulle komma upp. I Österrike har man tex satt upp en målsättning för industrikrediter för 1979 och speciella reglering för konsumtionskrediter, som svarar mot en oförändrad nivå. Det är inte mildare regler än vad vi har i Sverige. I Frankrike har regeringen tillkännagivit utlåningstak för 1979. De blir i allmänhet mellan 11 och 11,5 procent för större banker, för somliga banker 12–14 procent.

I Nederländerna har man ett utlåningstak på 8 1/2 procent för 1979 som får ökas med 3 procent i och med utgången av maj och med 2 procent i och med utgången av oktober.

Jag tycker att man kan konstatera att den dystra eller från min sida rätt glada sanningen är den att

vår politik i realiteten inte avviker från den som förs i andra mindre länder. Vi är inte en stormakt när det gäller ekonomi, och vi är kanske inte världsmästare heller.

Den grå marknaden kan jag inte förbigå helt. Den grå marknaden är naturligtvis ingenting som vi ser med någon glädje på. Det är bara två reflexioner jag kan göra i det sammanhanget. Om man för det första över huvud taget anser att man behöver ha någon form av kreditrestriktioner, kommer man alltid att få någon form av grå marknad. Jag vill också tillägga att även om man inte har sådana restriktioner, måste man räkna med att det blir en direkt upplåning från företag till företag och från företag till låntagare av olika slag. Det är en utveckling som man sett i andra länder med mindre reglerad utlåning än vår. Även om vi skulle släppa räntan fri, skall man alltså inte tro att alla pengar kommer att strömma tillbaka till banksystemet.

Lars-Erik Thunholm sade att räntan förmodligen skulle stiga, om man skulle ha en räntesättning i banksystemet som möjliggjorde att man kunde dra till sig åtminstone huvuddelen av det kapital som nu går till den grå marknaden, men att man då skulle få bättre konkurrensförhållanden. Det är naturligtvis en i och för sig gynnsam effekt, men mot den får man ställa det pris som vi skulle få betala i form av en allmän uppskrivning av rantenvån, något som åtminstone i vissa avseenden har negativa effekter. Det kan inte ses som enbart positivt att med hjälp av en högre ranta dra till sig pengar till banksystemet.

Jag skulle kanske möjligen också få tillägga i detta sammanhang att det även där i viss utsträck-

ning är avhängigt av vilken politik som bankerna själva för när det gäller den ränta de vill betala på specialinlåningen. Det är ju allom väl känt att ju mer man betalar för specialinlåningen, desto mera pengar kan man få behålla i banksystemet. Det faktum att bankerna nu – detta icke sagt som någon kritik från min sida utan som ett konstaterande – har sänkt det pris man betalar på specialinlåningen har väl i icke ringa mån bidragit till den tillväxt som skett av specialkreditgivningen vid sidan av banksystemet. Jag ser liksom Lars-Erik Thunholm med viss oro på denna utveckling, men det är inte så lätt att finna en elegant och smartfri lösning på problemet.

### Ordföranden:

Vi har kommit till slutet på denna diskussion. Jag tror att det var Johan Myhrman som sade att han inte var saker på att vi skulle lösa alla problem här i kväll, och det är förstås en riktig iakttagelse. Men vad man kan konstatera är att vi har diskuterat för hela ekonomin mycket väsentliga frågor och att det finns en stark önskan hos alla dem som har deltagit i denna debatt att på olika sätt reformera det system vi har. Alla ser vi problem i det. Sedan kan vi som deltagare i debatten ha olika uppfattningar om hur stora svårigheterna för genomförandet av reformer är. Det är dock mycket gladjande att det finns en öppenhet på alla håll inför reformer på detta område. Vi kan hoppas att det som sagts här i kväll skall kunna bidra något på denna reformens väg. Jag tackar för anförandena från paneldeltagarna och för de övriga inlägg som gjorts.