

## En effektivare kreditpolitik\*

*Kreditpolitiken kan uppdelas i sådana åtgärder som verkar via marknaden och sådana som strider mot marknadernas funktionssätt. Till de senare hör regleringar sådana som utlåningstak, likviditetskvoter, emissionskontroll för obligationer, ränteregleringar m m. Kreditpolitiska utredningen finner att det är lämpligt att behålla den kreditpolitiska lagstiftningen i ungefär nuvarande form, tillika med valutaregleringen, för att bemöta hastigt uppkomna krissituationer. Däremot bör man inte använda sig av regleringar över en längre period, eftersom erfarenheten visar att de kringgås. Utredningen rekommenderar slutligen att kreditpolitiken reserveras för stabiliseringspolitiska syften eftersom den inte lämpar sig för inkomstfördelnings- eller allokeringsspolitiska uppgifter.*

### Kredit- och penningpolitikens lockelser

Att driva finanspolitik är ofta inte någon särskilt lockande uppgift. Speciellt gäller detta i lägen, där politiken i hög grad måste gå ut på att å ena sidan höja skatterna och å den andra försöka minska utgifterna. Roligare uppgifter kan en politiker syssla med.

Det är därför naturligt att man sedan länge ställt stora förhoppningar till kredit- och penningpolitiken. Att införa straffräntor och kreditåstramningar och göra devalveringar är i och för sig inte odelat behagligt, men åtgärderna ter sig ändå mer abstrakta och svårgripbara för gemene man. De konkreta återverkningarna på innehållet i väljarnas

portmonnä är inte alltid lätta att uppfatta. Ofta kan också åtgärderna mer te sig som en effekt av en illasinnad omvärlds manipulationer än resultatet av den egna ekonomiska politiken.

Det är heller inte litet som man föreställer sig att en klok penning- och kreditpolitik kan klara av. Detta framgår av direktiven till den kreditpolitiska utredningen. Enligt direktiven skulle vi belysa i vad mån den hittills förda kreditpolitiken bidragit till att uppnå "full sysselsättning, god tillväxt, låg inflationstakt, jämvikt i utrikesbetalningarna, regional balans och en rättvis inkomstfördelning" samt i vilken utsträckning den bidragit till att "underlätta bostadsbyggandet, finansiera det statliga budgetunderskottet, främja vissa regionalpolitiska målsättningar eller underlätta de mindre och medelstora företagets verksamhet".

Det är alltså inga småsaker vi haft att

*Fil dr JAN WALLANDER är styrelseordförande i Svenska Handelsbanken. Han har varit ordförande i den kreditpolitiska utredningen.*

\* Anförande vid Nationalekonomiska föreningens möte den 22 november 1982. Föredraget är en sammanfattning av Kreditpolitiska utredningens betänkande.

syssla med. Underlag för vårt arbete har vi bl a fått genom ett stort antal expertutredningar. Utredningarna, sammanlagt 10 stycken, publiceras i en särskild volym.

## De två huvudvägarna

När det gäller penning- och kreditpolitiken — i fortsättningen sammanfattad i begreppet kreditpolitik — har riksbanken i princip två huvudmodeller att välja på.

Den ena modellen innebär att man direkt försöker styra de företeelser som man vill kontrollera, dvs man ägnar sig åt ränte- och utlåningsreglering, bestämmer vilka obligationsemissioner som får göras på marknaden och villkoren för dem, ställer krav på att banker och försäkringsbolag ska placera viss del av sina tillgångar i exempelvis statsobligationer. Denna typ av kreditpolitik kallar vi för en *reglerande kreditpolitik*.

Den andra modellen benämner vi en *marknadskonform kreditpolitik*. Det är en politik där riksbanken strävar efter att påverka systemet via marknaden. Riksbanken har därvid traditionellt följande medel till sitt förfogande:

För det första kan riksbanken variera villkoren för bankernas upplåning i riksbanken. Tidigare tänkte man härvid i första hand på diskontot. Detta har emellertid undan för undan fått en sekundär betydelse. Det viktiga är i stället de direkta upplåningsvillkoren, där räntesatserna ofta ligger en bra bit över diskontot.

För det andra kan riksbanken arbeta med kassavoter, dvs man påverkar bankernas tillgång på pengar genom att föreskriva att en större eller mindre del av deras medel ska vara insatta på konto i riksbanken. Genom att variera räntan på dessa medel kan riksbanken direkt påverka bankernas ränteintäkter.

För det tredje kan riksbanken genom

att köpa och sälja statspapper på marknaden, s k operationer på öppna marknaden, påverka penningmängden och räntan.

## Vilket slags kreditpolitik har vi hittills fört i Sverige?

I betänkandet beskrivs inledningsvis den kreditpolitik som förts i Sverige under efterkrigstiden. Slutsatsen är att kreditpolitiken undan för undan blivit alltmera reglerande, även om utvecklingen under de allra senaste åren i viss mån har vänt. Riksbanken använder sig numera i större utsträckning av marknadskonforma medel.

Det kan möjligen te sig förvånande att vi hävdar att de reglerande inslagen varit så dominerande. Detta mot bakgrunden av att det bara varit under relativt korta perioder, som riksbanken direkt utnyttjat den kreditpolitiska lagstiftningen. Riksbanken kan emellertid mycket väl föra och har i hög grad fört en reglerande politik utan att använda sig av lagstiftningen. Man kan sålunda säga att under hela 60-, 70- och 80-talet har vi fortlöpande haft utlåningsreglering, även om formell sådan endast tillämpats under kortare perioder. Regleringen har alltså varit informell. I betänkandet beskrivs närmare hur denna informella reglering går till i praktiken och hur det kan komma sig att den varit så effektiv. Det finns flera skäl till detta.

För det första är man i banksystemet sedan gammalt inställd på att vara mycket lyhörd för riksbankens önskemål och rekommendationer.

För det andra är bankerna och andra kreditmarknadsinstitutioner medvetna om att för den händelse de inte följer rekommendationerna, har riksbanken erfarenhetsmässigt alla möjligheter att sätta lagstiftningen i kraft.

För det tredje är bankerna för att citera texten i betänkandet "mycket medvetna om att de i sin dagliga verksamhet

och för sina kunders räkning är beroende av beslut från riksbankens sida rörande obligationsemissioner, valutatillstånd osv. Det är då naturligt om representanter för de enskilda bankerna uppfattar situationen så, att det knappast kan vara till fördel för dem, om riksbanken anser att bankerna inte försöker följa riksbankens rekommendationer”.

Det är alltså väsentligt att vid en analys av den faktiskt förda kreditpolitiken inte fästa något större avseende vid den formella aspekten. Ett drastiskt exempel på detta är emissionskontrollen. Vi har under hela perioden från riksbankens sida haft en fullständig och mycket detaljerad kontroll av obligationsemissionerna. Lagens bestämmelser om emissionskontroll har emellertid aldrig varit satta i kraft. Ett annat exempel är ränteregleringen. Redan under år 1970 började riksbanken kontrollera bankernas utlåningsräntor och fr o m mars 1974 och fram till mars 1980 tillämpade banken sedan en stram kontroll av dessa räntor. Detta skedde hela tiden utan att riksbanken använde sig av lagstiftningen. Lagstiftningens bestämmelser på detta område sattes i kraft först i april 1980.

### Det är lockande att reglera

Det är egendomligt att regleringsinslaget i kreditpolitiken varit så dominerande. Det strider nämligen mot de av statsmakterna uttalade avsikterna. Vid tillkomsten av den nuvarande kreditpolitiska lagstiftningen betonade sålunda statsrådet Sträng att de mer långtgående typerna av regleringar i princip endast borde tillgripas i ”svårbemästrade situationer”. Man gjorde därför i lagstiftningen förordnandena tidsbegränsade och för flera av medlen krävdes ”synnerliga skäl” för att de skulle få användas. När det gäller räntereglering betonade statsrådet att den endast fick

användas i ”särskilda situationer”, där åtgärderna var oundgängligen nödvändiga. Han strök också under att man borde vara mycket uppmärksam på de skadeverkningar som skulle uppstå, om man någon längre tid höll en räntenivå som var ur balans med marknadsläget. Mot den bakgrunden kan det te sig en smula överraskande att vi i praktiken haft räntereglering ända sedan 1970.

Även om de flesta politiker i mer principiella uttalanden förklarar sig vara motståndare till regleringar, hindrar det inte att de oavsett politisk färg har en benägenhet att tillgripa sådana när det uppstår problem på det ena eller andra området, och de ställs inför krav att göra någonting åt saken. Utsätts man för kritik för att räntorna håller på att stiga eller att vissa bostadsprojekt inte får finansiering, är det lockande och ter sig kraftfullt att gå ut och dekrettera att räntestegringar är förbjudna och att bankerna ska avdela en viss del av sina resurser till att finansiera bostäder och lägga bostadsobligationer i sina portföljer. De negativa och mer långsiktiga effekterna av sådana åtgärder ter sig ofta i beslutsögonblicket oklara eller oviktiga för påtryckarna och väljarna.

Det är naturligtvis också så, att en hel del regleringar kommer till i akuta kris-situationer, där ett ingripande av detta slag kan vara mycket väl motiverat. Har man väl infört en reglering är det frestande att behålla den, även om själva motivet för dess införande har försvunnit. Ett slopande inför ett moment av osäkerhet som ter sig olustigt. Det är därför bäst att bibehålla den ”för säkerhets skull”.

Det förefaller ligga i vårt systems natur att det ter sig lockande ur politisk synvinkel att införa regleringar och att det sedan är svårt att bli av med dem. I det politiska spelet spelar man med viktade tärningar, där blyet hela tiden finns på regleringssidorna.

## Effekter av en reglerande kreditpolitik

Helt naturligt har vi ägnat stort utrymme åt att diskutera och analysera effekterna av en reglerande kreditpolitik. Får man de effekter man önskar och vilka biverkningar uppstår?

Vår allmänna slutsats är att om regleringar kommer överraskande och om de endast används under kort tid, kan de vara effektiva medel att ta itu med i en krissituation. Låter man dem däremot verka under längre tid, försvinner effekten och det uppstår negativa effekter i form av slöseri med resurser. Det har vidare skett sådana förändringar på kreditmarknaden och i de institutionella förhållandena under senare år, att den tid man har på sig innan reglerings-effekterna försvinner har blivit kortare.

Man kan för att använda en bild säga att riksbanken befinner sig i ungefär samma situation, som när man upptäcker att gröten håller på att koka över. Man kan lägga tyngd på locket medan man funderar på vad man ska ta sig till. Det är emellertid bråttom. Snart flyter gröten obönhörligen ut på spisen, om man inte minskar värmen.

Det avgörande skälet till att regleringar av kreditmarknaden blir ineffektiva är just detta att gröten rinner över. Det är bara en del av marknaden som av praktiska skäl kan regleras och effekten av restriktionerna blir då, att kreditströmmarna rinner över till de oreglerade delarna av marknaden. Det är också detta som i stor omfattning har skett under 60-, 70-, och 80-talen.

Det tar emellertid tid innan kreditströmmarna finner nya vägar. Framväxten av finansbolagen kan sägas vara ett mycket påtagligt exempel på tillkomsten av sådana nya vägar. Riksbanken kan naturligtvis försöka möta det här problemet genom att successivt utvidga det område som träffas av regleringarna. På det sättet har man ju just

förfarit när det gäller finansbolagen. Detta är emellertid en ganska hopplös uppgift, eftersom det hela tiden kommer att uppstå nya institutioner och vägar som faller utanför. Det är också tydligt att om man ständigt utvidgade området för regleringarna, skulle man så småningom hamna i ett samhälle, där all kreditgivning mellan enskilda personer och mellan företag var reglerad. En sådan tanke torde avskräcka de mest regleringsivriga.

Att det successivt utvecklas vägar och metoder att gå runt regleringarna, leder naturligtvis till att regleringarnas effekter försvinner snabbare. Det finns väl upprepade diken för vattnet att strömma i. En hel generation av bankmän och finansfolk har lärt sig att leva med och anpassa sig till regleringar.

Av mycket stor betydelse i detta sammanhang är professionaliseringen av företagens finansfunktioner. Samma gäller kommunerna, organisationerna och många andra ekonomiska förvaltningar. Med detta menar vi att dessa förvaltningar numera handhas av välutbildade ekonomer som effektivt strävar efter att maximalt utnyttja de finansiella resurserna. De har samtidigt på grund av bl a datatekniken mycket bättre information än tidigare och ett helt annat grepp om t ex företagets eller koncernens aktuella finansiella ställning, och kan därför mycket snabbare och effektivare än tidigare anpassa sig till situationen.

Regleringar är också ofta trubbiga instrument, dvs precisionen är låg. Man kanske får den effekt man vill få men man får också en mängd andra effekter. De ständigt återkommande restriktionerna när det gäller sk konsumtionskrediter kan sägas vara ett exempel på detta. De har t ex lett till skapandet av en mycket lönsam finansrörelse inom bilbranschen, och missgynnar sannolikt de lägre inkomsttagarna.

*Det verkligt allvarliga. Själva poäng-*

en med ett väl fungerande kreditväsende är att detta ska slussa finansiella resurser från överskottsområden till de underskottsområden, där de ger bäst avkastning ur samhällsekonomisk synvinkel. Effekten av regleringar är att man snedvrider denna mekanism. Vissa ändamål löper då risk att bli mindre väl tillgodosedda. De mindre företagen har t ex sannolikt svårare att göra sig gällande på den oreglerade marknaden. Det är denna deformation av marknadsfunktionen som är det verkligt allvarliga. En under lång tid bedriven regleringspolitik betyder också att banksystemet, det instrument som riksbanken har att arbeta med, blir allt mindre användbart. Banksystemets andel av kreditförmedlingen minskar. Regleringar är alltså destruktiva från riksbankens synpunkt.

### Vår förlorade oskuld

Under 70-talet har det emellertid också inträffat förändringar på den svenska marknaden och i vårt förhållande till omvärlden, som gör att en reglerande politik i viktiga hänseenden inte längre är användbar. De gamla greppen fungerar inte. Det är som med oskulden. Har man en gång förlorat den, finns det ingen väg tillbaka.

Vad är det då för förändringar som inträffat?

För det första har vi dragit på oss en mycket stor utlandsskuld. I dagsläget uppgår den till ca 100 miljarder och under de närmaste åren måste vi varje år sätta om mellan 15 och 20 miljarder av den skulden. Det verkar också som vi under lång tid får räkna med att öka skuldsättningen. Av marknadsskäl måste en stor del av upplåningen och omsättningen skötas av enskilda företag. Detta förutsätter att det svenska ränteläget ligger i nivå med det utländska, annars kommer kreditbehovet att pressas ut på den svenska marknaden.

År 1980 uppgick vidare valutareser-

ven till ca 15 miljarder. Samtidigt beräknades omkring 23 miljarder av våra utestående importskulder och exportfordringar kunna förskjutas av företagen i den ena eller andra riktningen som följd av räntedifferenser och med stora effekter på valutareserven.

För det andra har det skett en betydelsefull förändring genom att vi i Sverige numera fått en fungerande kortpenningmarknad. Detta har stor betydelse för kreditpolitiken. Tillkomsten av denna marknad är till inte ringa del en följd av regleringarna. Likviditetskvotsystemet stimulerade bankerna att dra till sig stora inlåningsmedel till månadsskiftena och en marknad för sk storinlåning började växa fram i mitten på 60-talet. Idag svarar denna typ av inlåning för ungefär 40 procent av affärsbankernas totala inlåning. Det rör sig ofta om belopp på 10-tals miljoner och mer och räntesättningen varierar med marknadsläget. Räntorna på den korta marknaden noteras varje dag på börsen och de stora företagen får köp- och säljräntor på sina dataskärmar.

Tidigare beskrev jag hur professionaliseringen av finansfunktionerna ökade möjligheterna till en effektiv anpassning till kreditmarknadsregleringarna.

Denna professionalisering i förening med tillkomsten av den korta marknaden och vårt starka utlandsberoende betyder samtidigt att riksbanken numera måste anpassa de korta svenska räntorna till utlandsräntorna med mycket större följsamhet än tidigare. Gör man inte det, smälter valutareserven snabbt samman.

Idag kan finansförvaltningarna sitta vid sina dataskärmar och få ständigt aktuella uppgifter från hela världen om räntor, valutakurser, terminsnoteringar o dyl. Dessa uppgifter kan de matcha mot uppgifter på andra skärmar om den egna ställningen beträffande kassa, fordringar och skulder i olika valutor i Sverige och i andra länder. De erbjuds

samtidigt betalningssystem som via satellit och en centraldator i Cleveland medger sekundsnabba anpassningar. Här har skett en revolution och den är inte avslutad.

När det gäller de korta räntorna har vi sålunda definitivt förlorat vår oskuld. Det är inte mycket att göra åt det. Men det är viktigt att inse att vi lever i en förändrad värld.

Vilka möjligheter har riksbanken å andra sidan att kontrollera och reglera de långa räntorna? Även i det fallet har världen förändrat sig och vi är snabbt på väg mot en situation, där styrmöjligheterna är små eller obefintliga.

Som följd av 60-talets regleringar i syfte att hålla nere räntorna på bostadsobligationer och tvinga dem på banker och försäkringsinstitutioner, har vi nämligen hamnat i en situation, där det inte längre i Sverige existerar en lång ränta i egentlig mening. För att inte försätta försäkringsbolag, AP-fonden och banker i en orimlig situation drevs man nämligen till att lösa problemet genom att förkorta bindningen av obligationsräntorna till högst 5 år. De justeras då till dagsläget. Genom att löptiderna på 10, 15 eller 20 år bibehölls har vad som verkligen skett varit uppenbart endast för experterna.

Denna förändring betyder emellertid att sambandet mellan den i egentlig mening korta räntan och vad vi i Sverige kallar för lång ränta blivit mycket närmare, och att möjligheterna att låta den senare avvika från den förra är påtagligt mindre än tidigare.

Med hjälp av likviditets- och placeringskvoter har man hittills tvingat banker och försäkringsbolag att placera en stor och växande del av sina tillgångar i statsobligationer. På så sätt har man klarat det upplåningsbehov som de enorma budgetunderskotten förorsakar. På den vägen kan vi uppenbarligen inte fortsätta. Underskotten har nämligen blivit så stora, att det, som Lars

Wohlin visat, inte är praktiskt möjligt att pressa dem på banker och försäkringsbolag. Kejsaren har förlorat sin rätt. Allmänheten och företagen måste därför förmås att direkt placera sina pengar i statspapper. Men detta är endast möjligt om man anpassar sig till marknadens villkor. Även i detta fall är alltså situationen nu helt annorlunda.

### Våra slutsatser

Vad blir då slutsatsen av våra resonemang så här långt?

För det första konstaterar vi att det kan vara lämpligt att ha möjlighet till regleringar för att få andrum då man ska ta itu med hastigt uppkommande krissituationer. Vi tänker då inte minst på valutakriser. Det kan vara vettigt att lägga en tyngd på grötlocket för en kort stund. Detta förutsätter emellertid att vi har kvar en valutareglering av nuvarande typ. Skulle vi helt slopa valutaregleringen, blir nämligen kreditmarknadsregleringar verkningslösa även på kort sikt. De finansiella institutionerna kan då flytta sina transaktioner utomlands. Vi utgår emellertid från att valutaregleringen blir kvar.

Däremot tror vi inte det kan vara vettigt och effektivt att använda sig av regleringar när det gäller den mer långsiktiga politiken. Detta därför att en sådan politik är ineffektiv eller inte användbar. Samtidigt har förändringarna i kreditmarknadens funktionssätt skapat bättre möjligheter än tidigare för riksbanken att driva politiken med marknadskonforma medel. Det finns t ex en kort marknad att göra operationer på.

I betänkandet beskriver vi hur man i Sverige kan bedriva kreditpolitiken med marknadskonforma medel. Vi konstaterar i det sammanhanget, att det otvivelaktigt krävs en ganska lång upplärningsperiod. Expertrapporten om hur den korta penningmarknaden vuxit fram i Sverige illustrerar tydligt hur arbetsamt det är att skapa en marknad

och ett marknadsmässigt beteende hos dem som ska agera på den. Nya organ i form av t ex från bankerna fristående mäklare kan också behöva skapas. Människor i olika finansiella institutioner behöver tid för att lära sig att arbeta på ett nytt sätt. De är ju alla tränade i att arbeta med och under regleringar i riksbanken och i de finansiella institutionerna. Det är 25 eller 30 år sedan man i riksbanken sysslade med sk öppna marknadsoperationer i egentlig mening. Hur man ska hantera ett sådant instrument lär man sig inte över en natt.

### Kreditpolitikens mål

Det är vissa typer av uppgifter som man enligt vår mening inte bör lägga på kreditpolitiken. Politiken bör sålunda inte användas för att uppnå fördelningspolitiska eller allokeringpolitiska mål, dvs man bör inte genom kreditpolitiken försöka åstadkomma att vissa grupper eller vissa delar av landet, vissa industrier erhåller kredit till bättre villkor än de annars skulle erhålla. Vill man nå sådana effekter bör man i stället använda sig av subventionering över budgeten. Vi tror det är viktigt att man fastslår att *kreditpolitiken i första hand bör syssla med de stabiliseringspolitiska uppgifterna*. Den uppfattningen har vi också låtit komma till uttryck i inledningsparagrafen till den lagstiftning vi föreslår.

Stabiliseringspolitiska mål kan vara en viss pris- och kostnadsutveckling, en viss ökning av bruttonationalprodukten el dyl. Riksbanken har emellertid inte möjlighet att direkt påverka prisnivån, sysselsättningen eller bruttonationalprodukten. Den måste istället inrikta sig på att uppnå vissa mål rörande utvecklingen av exempelvis penningnämnden, kreditvolymen, räntenivån eller växelkursen. Riksbanken kan nämligen direkt operera på de marknader, där dessa storheter bestäms. Det finns sedan ett samband mellan dessa intermediära mål och de mer övergri-

pande målen. Om riksbanken t ex bestämmer sig för att hålla en fast växelkurs och lyckas med det, betyder det att vi i stort sett uppnår målet att hålla ungefär samma inflationstakt som de länder till vilka vår valuta är knuten. Tenderar prisökningarna i Sverige att bli större än så, kommer det att uppstå tendenser till att valuta strömmar ut och vi får en press på kronan. Riksbanken måste då, om den ska klara växelkursmålet, tillgripa en kraftigt restriktiv politik och det kommer i sin tur att leda till en press på prisnivån och tendenser till räntehöjningar och förutsättningar för att valuta ska kunna börja strömma tillbaka och kronan stärkas.

På senare tid har man mycket diskuterat lämpligheten av att ha penningmängden som intermediärt mål. I den allmänna debatten har den diskussionen blivit en smula snedvriden, eftersom man uppfattat användandet av penningmängden som riktgivande för kreditpolitiken som liktydigt med att man sätter inflationsbekämpningen framför hänsynen till sysselsättningen. Det behöver naturligtvis inte alls vara fallet.

Vi har utförligt diskuterat lämpligheten av att använda penningmängden som den centrala målvariabeln. Vi tror emellertid inte att det vore så lämpligt. I ett land som Sverige är en fast växelkurs det naturliga målet och det har också under senare tid i realiteten varit det centrala målet för riksbankens politik. Att hålla en fast växelkurs är naturligtvis inget självklart mål. För en liten ekonomi, som är starkt utlandsberoende, tyder emellertid erfarenheten på att det är mindre lämpligt att arbeta med en flytande växelkurs. Detta med tanke på risken för mycket starka svängningar i kursen som följd av spekulativa internationella kapitalrörelser.

Nu kan man onekligen hysa betänkligheter inför våra möjligheter att klara av målet en fast växelkurs med de krav

det ställer på en med omvärlden harmonierande pris- och kostnadsutveckling. Vi har ju i själva verket devalverat 5 gånger på fem år och i sådan omfattning att kronan idag, gentemot korgen har sjunkit med 34 procent.

Det väsentliga är emellertid den deklarerade strävan. Skulle avsteg från det grundläggande målet bli nödvändiga bör de vara medvetna och väl planerade.

### De akuta problemen

Är det då inte riskabelt att s a s kasta loss från regleringsmöjligheterna? En sådan oro botten i hög grad i att man frågar sig, hur vi ska kunna placera de ofantliga budgetunderskotten på marknaden utan att samtidigt kraftigt driva upp räntenivån. Kommer inte detta att leda till att det blir industrins investeringar som får stryka på foten, och det i stället blir konsumenterna som lägger beslag på de knappa kreditresurserna? Denna effekt skulle uppstå därför att konsumenterna skulle vara mindre räntekänsliga än företagen till följd av skattesystemets konstruktion. I en särskild expertrapport av Jonas Agell och Jan Södersten diskuteras den frågan (se deras artikel "Skatteregler och realinvesteringar" i detta nummer). Slutsatsen av rapporten är att farhågorna verkar överdrivna. Bolagen och konsumenterna förefaller sålunda att vara ungefär lika räntekänsliga. Problemet storleksordning bör heller inte överdrivas. De kalkyler vi gjort tyder på att det är hanterligt. Samtidigt är det tydligt att det är nödvändigt att i mycket större utsträckning än hittills placera upplåningen på marknaden. I realiteten betyder det att företagen och hushållen ska ta ut medel från bankerna och placera dem i statspapper.

För företagets del har man här kommit bra igång med statsskuldsväxlarna. Det gäller nu att vända sig till hushållen. Frågan är då hur den marknaden

ser ut och vilka krav den ställer. Det verkar ofta som man föreställer sig att det rör sig om en stor mängd personer, som var och en bara orkar köpa relativt begränsade belopp. Den utgångspunkten är emellertid helt felaktig. Det är visserligen sant att antalet insättare i bankväsendet är mycket stort. Det rör sig om sammanlagt ca 8 miljoner. Huvuddelen av dessa har emellertid så små belopp inestående, att det är helt ointressant att vända sig till dem. Ska det bli några belopp, måste man vända sig till den grupp insättare som svarar för huvuddelen av bankinlåningen. Ungefär tre fjärdedelar av hushållens bankinlåning faller sålunda på ca 15 procent av insättarna. Det är den gruppen med bankbehållningar på 50, 100, 150 och 200 tusen kronor, som det gäller att skjuta in sig på.

Vad hushållen begär för sina placeringar förutom ränta är god likviditet. Detta får de i bankerna där all inlåning i praktiken är omedelbart tillgänglig. Omsättningen är också mycket hög på de individuella kontona. Samtidigt är, som vi visar i utredningen, totalbehållningen på hushållskontona utomordentligt stabil över tiden. Insättningar och uttag matchar varandra.

Dessa förhållanden ger enligt min mening staten goda möjligheter att erbjuda en konkurrenskraftig vara utan stora justeringar uppåt av räntan och utan att löpa likviditetsrisker.

Vad det gäller är att gå vidare på den specifikt svenska vägen med obligationer, som har lång löptid, men korta räntebindningsperioder. Utvecklar man samtidigt en marknad för dessa obligationer får de individuella hushållen den likviditet de behöver och någon risk för en allmän likvidisering av kreditmarknaden föreligger inte i praktiken.

Ska man lyckas gäller det dock att samtidigt bygga upp marknadsföringen. De som för närvarande i första hand har kontakten med allmänheten i såda-



na här frågor är bankpersonalen. Deras entusiasm för att stimulera kunderna att ta ut pengar från kontorets inlåningskonton är naturligtvis litet dämpad. Det är därför viktigt att ge dem stimulans.

Jag skulle emellertid också vilja säga — även om mina kolleger i bankväsendet nog tycker illa om att jag gör det — att det är mycket väsentligt att man även arbetar med andra försäljningskanaler. Kanaler som har ett oblandat intresse av att sälja så mycket som möjligt. Det gäller bl a att stimulera fristående mäklare av den typ som nu börjat uppstå att på allvar engagera sig i verksamheten.

Både i fråga om marknadsföringen och produktutvecklingen ställer den nya situationen krav på uppfinningsrikedom och företagsamhet hos riksgäldskontoret och riksbanken. Har de förmåga till detta är chanserna goda att placera statsskulden på marknaden utan allvarliga störningar.

### Vårt lagförslag

Även om vi alltså anser att kreditpolitiken ska arbeta med marknadskonforma medel har vi sagt oss, att det bör finnas möjlighet för riksbanken att tillgripa regleringar i uppkommande kris-situationer. Vi menar därför att det behövs en kreditpolitisk lagstiftning som i stort sett ger samma regleringsmöjligheter som för närvarande.

Vårt problem har då varit: Hur ska vi kunna konstruera lagstiftningen så, att vi inte liksom tidigare får ett fortlöpande regleringstillstånd, även om lagstiftningen inte utnyttjas formellt.

Tidigare har man försökt åstadkomma detta genom att i lagstiftningen införa bestämmelser om att det krävs synnerliga skäl — ett ur juridisk synpunkt mycket starkt uttryckssätt — för att man ska få tillgripa vissa regleringar. Erfarenheten visar emellertid att detta icke fungerade. Det krävs någon annan

typ av restriktion.

Den lösning av problemet som vi kommit till är att vi infört en bestämmelse att, om riksbanken utnyttjat en reglering under en viss tid, kan banken därefter inte på nytt använda någon form av reglering förrän en lika lång tid förflutit — en lika lång "vit" period. Denna restriktion gäller alla typer av regleringar med undantag för kassakvoter. Dessa är enligt vårt synsätt ett marknadskonformt medel och kan alltså användas fortlöpande. Andra regleringar får gälla under högst 1 år.

Vi tror att vi med dessa bestämmelser lyckats skapa en situation, där verkligen alla agerande på marknaden strävar mot en regleringsfri situation. Riksbanken kommer helt naturligt att vara försiktig med att sätta dem i kraft, eftersom den vet att den då s a s har skjutit bort sitt krut för en bra tid framöver. Det är därför endast i mycket speciella situationer som man kommer att använda dem. Övriga agerande på marknaderna kommer att veta att efter en — svart reglerad — period kommer en vit, och det är därför ingen idé att vidta särskilt mycket åtgärder för att undvika regleringens effekter, bygga upp institutioner som kan tjäna det syftet etc, etc. Riksdagen har dock givetvis möjlighet att i extraordinära situationer göra undantag.

De regleringsmedel som finns med i vårt förslag är i princip desamma som i den nuvarande lagstiftningen. Vi har dock strukit vissa medel, eftersom vi anser att de har en mindre lämplig utformning och att syftet blir tillgodosett genom våra övriga medel. I vårt förslag finns sålunda inte med likviditetskvoter, särskild placeringsplikt eller obligationskontroll. I medlet utlåningsreglering ingår emellertid volymaspekten på obligationskontrollen och räntespekten täcks genom ränteregleringen. Den särskilda placeringsplikten har aldrig använts och vi kan inte se att den är

ändamålsenlig. När det gäller likviditetstkvoterna tillgodoses det eventuella behovet att tvinga fram köp av statspapper o dyl genom placeringskvoten. Som medel att styra utlåningen är likviditetstkvoterna numera otjänliga på grund av ändrade förhållanden på kreditmarknaden.

Vi har medvetet undvikit att mer i detalj precisera de olika regleringsmedlen, utan överlåtit detta till riksbankens anvisningar. Vi tror detta är det lämpligaste eftersom det är svårt att förutse vad som vid en viss tidpunkt kan vara den bästa tekniska konstruktionen. Vi har alltså strävat efter att ge riksbanken så fria händer som möjligt. Det betyder samtidigt — och så är förhållandet även idag — att kreditmarknadens institutioner i hög grad är i händerna på riksbanken. Det kan ha mycket stora ekonomiska konsekvenser för dessa institutioner om riksbanken väljer den ena eller den andra utformningen av regler och krav. Mot den bakgrunden förefaller det rimligt ur rättssäkerhetssynpunkt att det ska finnas möjlighet att överklaga riksbankens beslut.

Vi har därför infört rätt till överklagande i vårt förslag. Överklagandet kan för det första gälla de straffavgifter som ska utgå, om en institution inte uppfyllt regleringskraven. Överklagandet ska då ske till regeringsrätten.

Kreditinstitutionerna kan vidare anses att bestämmelserna fått sådan utformning, att de strider mot principen om likabehandling.

Den principen brukar i dessa sammanhang uttryckas som ett krav, att riksbankens åtgärder ska vara konkurrensneutrala, dvs de ska inte gynna den ena eller andra banken eller försäkringsbolaget eller en grupp av banker i förhållande till andra. Konkurrensneutralitetsbegreppet är svårfångat. Det är inte så att konkurrensneutralitet alltid är detsamma som att alla behandlas lika, eftersom de olika institutionernas

förutsättningar kan vara mycket olika. Vi tror att ett rimligt sätt att hantera detta problem är att utgå från att alla institutioner ska ha samma föreskrifter i regleringshänseende. Gör sedan riksbanken avsteg från detta, ska motivet vara att banken anser att man genom sådan särbehandling uppnår en högre grad av verklig likabehandling. I den mån någon institution anser att den differentiering som riksbanken infört inte uppfyller kravet på lika behandling eller att det kravet borde leda till en annorlunda eller större differentiering finns det grund för överklagande. Lämplig instans i detta fall är regeringen, som mot bakgrund av vanligt sunt förnuft och ekonomisk kunskap får försöka bedöma om riksbanken har fyllt lagens krav. Det kommer säkerligen att vara svåra avgöranden, men vi tror att själva möjligheten till överklagande och ett tvång för riksbanken att motivera sina beslut leder till att vi allt mer närmar oss ett läge, där vi uppnått en hög grad av verklig likabehandling.

Ett annat skäl till överklagande skulle vara om banken s a s bakvägen införde regleringar. Man kunde göra det genom att låta ränteersättningen på kassakvotsmedlen bli beroende av om bankerna följde riksbankens rekommendationer. Ett sådant förfarande skulle uppenbarligen stå i strid med lagstiftningens mening. Kommer lagstiftningen till stånd måste det givetvis också vara riksbanken främmande att i samma syfte differentiera upplåningsvillkoren i riksbanken.

I övrigt har vi strävat efter att göra lagstiftningen så vid som möjligt, dvs att skapa möjligheter att tillämpa den på praktiskt taget alla institutioner, som idag uppträder på kreditmarknaden eller som kan tänkas göra det i framtiden.

---

Många har stort ekonomiskt och politiskt intresse av hur kreditmarknaden

stys och fungerar. Vi som arbetat med denna utredning, dvs förutom jag själv, Erik Höök och Börje Kragh, har anknytning till olika sådana intressen. Det har gett oss kunskaper som vi haft nytta av. Vi har emellertid i vårt arbete strävat efter att se problemen i ett vidare per-

spektiv och som professionella ekonomer, vilket vi också är eller har varit. Samma gäller sekreterarna, som skrivit huvuddelen av texten.

Känner sig alla berörda ungefär lika mycket trampade på tårna av våra förslag, har vi lyckats i vårt uppsåt.

## Kreditpolitik i omvandling\*

*I Ekonomisk Debatt nr 8/82 presenterades kreditpolitiska utredningen av Jan Wallander. Utredningen utsätts här för en kritisk granskning av Lars Wohlin. Han hävdar bl a att riksbankens åtgärder hållit räntan under jämviktsräntan. Det utländska ränteläget sätter ett golv men inget tak för den svenska räntenivån.*

Svensk kreditpolitik har under flera decennier varit reglerad. Huvudsyftet med det kreditpolitiska styrsystemet har varit att påverka kreditgivningen inte enbart genom variationer i räntenivån utan även genom kvantitativa begränsningar av tillgången på kredit. Styrningen av bankernas utlåning har framför allt skett genom likviditetskvoter och ibland med utlåningstak. Ransonering på kapitalmarknaden har skett genom placeringstväng och emissionskontroll.

Enligt kreditpolitiska utredningen (SOU 1982:52) har kreditpolitiska regleringar förlorat i effektivitet. Många faktorer har bidragit till detta. Den stora utlandsupplåningen har gjort oss mycket mer beroende av de internationella kapitalmarknaderna. Framväxten av finansbolag och en mer sofistikerad finansrörelse i företagen har gjort marknaden mycket mer flexibel. Vad regleringarna huvudsakligen åstadkommer är att kasta grus i maskineriet. Allokeringen av kapital blir mindre effektiv och onödiga resurser satsas på att kringgå regleringarna. Någon näm-

värd effekt på räntenivån skulle borttagandet av regleringarna inte få. Vi har i dag, enligt utredningen, i stort sett en jämviktsränta.

En annan ståndpunkt som ofta förs fram är att regleringarna faktiskt håller nere räntenivån avsevärt under jämviktsräntan, inte bara på den reglerade utan även den icke reglerade marknaden, och att detta har negativa effekter på sparandet och resursanvändningen. Denna ståndpunkt framfördes i avstämningen av den senaste långtidsutredningen (SOU 1982:14, i fortsättningen kallad LU 82). Det är också argumenteringen från försäkringsbolagens sida.

Min uppfattning är att riksbankens åtgärder under de senaste åren har hållit nere räntan under den nivå den skulle ha haft om samma penningpolitiska mål skulle ha uppnåtts via en marknadsstyrning av räntan. Jag skall i slutet av artikeln återkomma till motiven för denna politik. Oavsett hur man värde-erar effekterna av riksbankens styrning av räntan så är det uppenbart av central betydelse för bedömningen av de kreditpolitiska regleringarna om de haft någon betydelse för räntans höjd och variabilitet. Jag skall därför till att börja med ägna relativt stort utrymme åt att diskutera denna fråga.

*Ekon dr Lars Wohlin är VD för Konungariket Sveriges stadshypotekskassa. Han har tidigare varit statssekreterare i Ekonomidepartementet och riksbankschef.*

\* Artikeln utgör en redigerad och förkortad version av ett anförande vid Nationalekonomiska föreningens möte den 22 november 1982.

## Utlandsberoendet

Utredningen hävdar att räntenivån i Sverige inte kan avvika särskilt mycket från den internationella räntenivån. Enligt min uppfattning är utredningens resonemang här felaktigt eller åtminstone ofullständigt. Det är rätt så tillvida att Sverige inte kan ha en räntenivå under den internationella, eftersom det snabbt leder till ett ohanterligt valutautflöde, men det är fel att säga att den internationella räntenivån också begränsar den svenska räntenivåns höjd. Den utländska räntenivån sätter ett golv men inte ett tak. I ett land som Sverige med permanenta, stora obalanser finns hela tiden en stark negativ förväntning kring möjligheten att hålla svenska växelkursen stabil. Ett uttryck för detta är t ex företagens starka ovilja mot att ta upp utländska lån och trycket på riksbanken att få återbetala utlandsskulder i förtid.

Den räntedifferens som kan uppstå i ett land med permanent obalans är inte enbart ett uttryck för skillnad i inflationstakt utan även realränteskillnaderna kan bli betydande. Exempel på detta ser man i Belgien, som under hela det senaste årtiondet haft en avsevärt högre realränta än Västtyskland, till vars valuta den belgiska francen varit knuten. Detsamma gäller Danmark som haft mycket höga realräntor på upp till 10–12 procent.

Utredningen visar i ett diagram (s 78) hur utvecklingen av räntan på den kurssäkrade utlandsupplåningen, vilken brukar kallas externa kronor, nära följt den inhemska korta räntenivån med undantag av korta perioder av externa valutakriser. Detta ses som ett uttryck för att följsamheten mot utländska räntenivåer är stor när det gäller de korta räntorna. Detta synsätt bygger på en missuppfattning. Terminskurserna på valutor ställer in sig så i en fungerande marknad att de avspeglar ränteskillna-

den mellan t ex den korta kron- och dollarräntan. Även om räntenivån i Sverige stigit till t ex 18 procent skulle man fått en nära följsamhet mellan dollarräntan och räntan på externa kronor. Det är endast i extrema valutakriser som man får större skillnader i terminskurserna under korta perioder. Diagrammet visar således inte att den internationella räntenivån sätter en övre gräns för räntenivån i Sverige.

## Statens utlandsupplåning

Som ett led att hålla nere räntenivån i Sverige finansierar staten i stort sett hela underskottet i bytesbalansen genom egen upplåning i utlandet. Detta är inte en självklar politik och betingas inte av praktiska skäl som utredningen tror. Exempelvis Holland, som har en fast växelkurspolitik vis-à-vis D-marken, har som princip att staten inte skall låna utomlands. Däremot säljs guilderdenominerade obligationer till utlänningar.

Det kan också nämnas att IMF i sina rekommendationer ansett att svenska staten inte borde finansiera underskottet i bytesbalansen utan i huvudsak låta den privata sektorn göra detta. Den förda penningpolitiken har ansetts alltför ackommoderande. Riksbankens mycket omfattande interventioner på valutamarknaden innebär att räntenivån hålls under den marknadsränta som skulle krävas för att klara växelkursmålet utan interventioner.

I utredningens föreställningsvärld är räntenivån oberoende av om staten enbart finansierar sig på den svenska marknaden eller om staten också svarar för den nödvändiga utlandsupplåningen. Jag delar inte denna uppfattning. Den privata sektorns riskvärdering är radikalt annorlunda än statens när det gäller utlandslån. Skillnaden i lånestrategi har en fundamental betydelse för marknadsräntans nivå. I det ena fallet

lånar staten i utlandet och växelkursen stabiliseras genom fortlöpande stora interventioner på valutamarknaden. I det andra fallet driver riksbanken upp räntenivån inom landet till den nivå som behövs för att den privata sektorns utländska upplåning skall balansera bytesbalansunderskottet. Frågan om interventioner är en viktig del i en diskussion om marknadskonform kreditpolitik, vilken utredningen tyvärr helt går förbi.

### Statsskuldväxlar

Utredningen hänvisar till den stora försäljningen av statsskuldväxlar som ett bevis för att det går att sälja statspapper till marknaden utan någon uppdrivning av räntenivån. Man måste dock komma ihåg att även om utvecklingen av en kort statspappersmarknad är en väsentlig förutsättning för en utveckling mot en mer marknadskonform kreditpolitik, så är räntan på statsskuldväxlar alltså jämt en reglerad ränta.

Statsskuldväxlarna konkurrerar med specialinlåningen i bankerna. Bankernas möjlighet att betala för specialinlåning bestäms av ränteregleringen. Denna reglering sätter ett tak för utlåningsräntorna och utgör därigenom också indirekt en restriktion på inlåningsräntorna. Bankernas villighet att konkurrera om inlåningen påverkas också i hög grad av restriktionerna på bankernas utlåning. Genom att banken endast kan låna ut en mindre del av den totala inlåningsökningen minskar givetvis intresset att konkurrera om inlåningen.

Räntereglering och utlåningsbegränsning har möjliggjort en mycket stor försäljning av statsskuldväxlar långt utöver vad bankerna bedömde som realistiskt när de infördes 1/7 1982. Och denna försäljning har kunnat ske till en ränta som till en början låg endast något över bankernas högsta medgivna utlåningsräntor. Under sista kvartalet 1982 har den kraftiga uppbromsningen

av bankernas utlåning i kombination med stora statliga utgiftsoverskott pressat ner inlåningsräntorna. Det har därigenom varit möjligt att sälja statsskuldväxlar i stor omfattning till lägre räntor.

Målsättningen för riksbankens politik 1982 har varit att dra ned bankernas kreditgivning till 7 procent i ökningstakt, att öka penningmängden med 11 à 13 procent och att se till att statens utlandsupplåning inte överstiger bytesbalansunderskottet. Utan regleringen hade dessa målsättningar kunnat uppnås genom en allmän höjning av ränteläget. Det hade då inte gått att sälja statsskuldväxlar till 14,75 procent utan räntan på dessa hade behövt följa med upp om samma försäljningsvolym skulle ha uppnåtts. Straffräntan skulle samtidigt ha behövt höjas så att den låg över statsskuldväxelräntan. Annars kunde bankerna låna i riksbanken och finansiera kundernas köp av statsskuldväxlar. I en fri marknad drivs denna räntestegringsprocess till den punkt där riksbankens målsättningar har uppnåtts. Genom att enbart koncentrera sig på indragning av likviditet och låta räntorna anpassa sig till den nivå som krävs för att klara målsättningarna så vinnas givetvis flera fördelar. Men tron att en sådan process inte driver upp räntorna är inte realistisk.

### Diskontopolitik

Den omläggning av kreditpolitiken som utredningen förordar innebär en markant förändring i riksbankens diskontopolitik. Diskontot styr i dag bankernas utlåningsräntor. Genom regleringarna är bankernas räntestruktur nära knuten till diskontot. Vid en ändring av diskontot förskjuts hela räntestrukturen. I det nya systemet upphör detta. I stället måste riksbanken anpassa bankernas upplåningsränta i riksbanken till den ränta som bildas på marknaden. Diskontot blir marknadsbestämt i ett sådant system. Via marknadsoperatio-

ner kan riksbanken påverka räntestrukturen men styr den inte.

Med de stora budgetunderskott som Sverige har kommer marknadsräntan på statspapperen vid nyförsäljningen att bli bestämmande för räntenivån snarare än riksbankens marknadsoperationer. En marknadsmässig ränta på statspapper flyttar delvis över ansvaret för ränteutvecklingen till riksgälden och Finansdepartementet.

En fördel med en marknadsstyrd diskontopolitik är att räntorna inte längre bestäms genom en politisk beslutsprocess som ibland kan skapa låsningar. Riksbanken kan genom marknadsoperationer själv kontinuerligt styra räntorna och sedan bara bekräfta ränteutvecklingen på marknaden.

Vid en aktiv styrning av räntorna kan man undvika de kraftiga räntefluktuationer som följer av kastningar i marknadens inflationsförväntningar, valutakriser, misslyckade finansplaner eller arbetsmarknadskonflikter. Oavsett för och nackdelar med olika utformning av räntepolitiken anser jag att utredningen borde redovisat dessa skillnader mellan de olika styrsystemen.

## Statsskuldpolitik

Kreditpolitikens utformning har i hög grad präglats av problemen att finansiera det växande budgetunderskottet. Utredningens uppfattning, vilken jag delar, är att huvuddelen av underskottet bör finansieras på kapitalmarknaden och inte i bankerna. Bl a bör hushållen kunna köpa statspapper förutsatt att marknaden får utveckla effektiva försäljningsformer. De av riksbanken föreslagna obligationsfonderna avisas som inte särskilt meningsfulla. I stället bör staten sälja likvida statspapper utan kursrisk direkt till hushållen.

Jag har två kritiska synpunkter på utredningens diskussion om statsskuldpolitiken. Den första är att utred-

ningen inte alls berör frågan om hur långsiktig statens upplåning bör vara. Enligt min uppfattning bör en betydande del — åtminstone hälften av statens underskott — finansieras med långa statspapper, till vilka jag räknar obligationer med fem års räntebindningstid eller längre. En alltför kort statlig upplåning leder till en alltför hög likviditet vilket ökar inflationstrycket i ekonomin.

Det är sannolikt sant, som utredningen hävdar, att det krävs statspapper med kort löptid eller till rörlig ränta för att kunna låna upp stora summor från företag och hushåll. Detta måste betyda att räntan kommer att drivas upp mycket högt om staten skall finansiera en så pass stor del av statsskulden som jag här angett. Utredningen glider förbi denna konflikt mellan likviditet och räntenivå. Bakom utredningens resonemang synes ligga den monetaristiska tanken att det inte spelar någon roll om statens upplåning är kort eller lång så länge man kan styra penningmängden.

Det ligger en stark frestelse för regeringen att låta riksgälden finansiera budgetunderskottet kort i bankerna för att därigenom hålla tillbaka räntestegringen, som bl a fördyrar statsupplåningen. Häri ligger en potentiell konflikt mellan riksbankens penningpolitiska uppgift och regeringens finanspolitik. Med hänvisning till denna spänning, som kommer att bli allt starkare, har jag ansett det viktigt att hävda riksbankens rätt att bestämma fördelningen av riksgäldens upplåning på löptider.

## LUs analyser

I utredningen hänvisas till den finansiella analysen i LU 82. I alternativ III förutsätts att utvecklingen mot allt större obalanser i svensk ekonomi kommer att fortsätta. Bytesbalansunderskottet antas växa till 59 miljarder kr 1985 och budgetunderskottet till 127 miljarder

kr. I den finansiella analysen redovisas ett räkneexempel med ca 10,5 procent årlig inflation och 13 procent ränta. Även om LU starkt varnar för en utveckling, som följer alternativ III, framträder i LUs analys inga speciella svårigheter för penningpolitiken att klara statens upplåning. Utredningen kommer, efter egna analyser av detta utvecklingsalternativ, fram till ungefär samma uppfattning och tar LUs kalkyl till intäkt för slutsatsen att finansieringen av detta underskott inte nämnvärt kommer att driva upp räntenivån.

Utredningens slutsats tycks bygga på att de finansiella balanserna över- resp underskott balanserar (om man bortser från utlandsupplåningen) och det därför inte uppstår någon press uppåt på räntenivån.

Men en sådan analys bortser från några fundamentala krafter som styr kapitalmarknaden. För det första går det inte att låna så stora summor utomlands till den internationella räntenivån. Skulle Sverige försöka, kommer vi att få betala högre räntor än de internationella. För det andra bortses helt — som jag tidigare berörde — från kravet att finansiera budgetunderskottet långt. Det är på den långa marknaden som balansbristerna i ekonomin får det kraftigaste utslaget. Genom fortsatt växande underskott undergrävs förtroendet för statens skuldförbindelser och inflationsförväntningarna drivs i höjden. Det är genom att utelämna riskvärdering och förväntningsbildning som utredningen hamnar i sina egendomliga slutsatser. Jag är helt övertygad om att skulle Sverige följa alternativ III i LU 82 och hålla en fast växelkurs krävs det avsevärt högre realräntor för att klara 8 procents penningmängdstillväxt.

### Krav på finanspolitiken

I långa stycken kan jag instämma i utredningens analys av hur långvariga

regleringar tenderar att leda till en desorganisation av kreditmarknaden. Det är dock viktigt att se vilka drivkrafter som legat bakom användningen av regleringar. En sådan faktor var den kraftiga accelerationen i inflationen, som skedde i slutet av 1960-talet i kombination med starkt stigande marginalsatser och ett nominalistiskt skattesystem. Detta resulterade i en press uppåt på räntenivån. Det var också i början av 1970-talet som riksbanken började reglera bankernas räntor. En annan faktor har varit de starkt stigande budgetunderskotten. För att uppnå en bättre fungerande kreditmarknad måste det ske en omläggning av politiken i dessa avseenden.

Det är framför allt tre krav som ställs på finanspolitiken. Det första kravet är att det nominalistiska skattesystemet för räntor måste ändras. Den del av räntan som utgör ersättning för inflation bör i princip inte beskattas eller vara avdragsgill. Ett väsentligt steg i rätt riktning har tagits genom skattereformen. År 1985 kommer räntekänsligheten hos hushållen att ha ökat väsentligt förutsatt att inflationen inte blir mycket hög.

Ett annat krav är att den fortgående katastrofala ökningen av budgetunderskotten måste hejdas. Det är näst intill omöjligt att upprätthålla en lång kapitalmarknad när budgetunderskotten tillåts stiga mot ständigt högre höjder. Förtroendet för att det skall vara möjligt att få ner inflationen och räntenivån försvinner och det krävs allt högre räntor för att finansiera budgetunderskottet långt.

Enligt min uppfattning har det varit mycket angeläget att hålla tillbaka ränteuppgången medan omläggningen av budgetpolitiken fullföljdes. Omläggningen av budgetpolitiken inleddes i slutet av 1981. Hade det varit möjligt att nu i höst behålla de gamla besparingarna och ytterligare skära ned utgifterna med 13 å 15 miljarder kr skulle det ha



varit möjligt att skapa ett visst förtroende för att budgetpolitiken var under kontroll. Under denna omlägningsprocess, präglad av stor politisk osäkerhet och en stor skepticism på marknaden, var det ytterst angeläget att hålla nere realräntenivån på en rimlig nivå. Kalkyler över hur budgetunderskottet utvecklas vid en realränta på såg 7 procent — under denna nivå tror jag knappast att marknadsräntan skulle hamna — utvisar en avskräckande acceleration i budgetunderskottet.

En del har hävdats att om riksbanken låtit räntorna stiga fullt ut, så skulle det skett en snabbare omprövning av den offentliga utgiftspolitiken. Jag delar inte denna bedömning. Enligt min erfarenhet av det politiska systemet i Sverige under de senaste 10 åren skulle starkt stigande räntor i stället utlösa stora offentliga utgifter för att motverka effekterna av de höga räntorna. Bl a måste man räkna med att starkt stigande räntor leder till omfattande subventioner av räntor till olika sektorer. Riksbanken måste givetvis utgå från de politiska beteendesambanden vid utformningen av kreditpolitiken.

Utredningen anser att det inte är kreditpolitikens uppgift att stödja vissa sektorer genom prioriterad kreditgivning. I stället bör staten subventionera olika sektorer över budgeten om den anser det motiverat. Detta låter bestickande, och vore ett rimligt resonemang om det gällde någon enstaka sektor. Det verkligt allvarliga är dock om en stigande räntenivå utlöser en våg av räntesubventioner. Steget mot en fungerande kapitalmarknad blir då en chimär. Studier av olika länders beteende visar att denna risk är en realitet.

Om finanspolitiken genom subventioner av räntan hela tiden söker eliminera effekten av penningpolitiken samtidigt som penningpolitiken skall söka begränsa den likviditetsökning som budgetunderskotten ger upphov till,

blir resultatet explosivt ökande obalanser i ekonomin. Det tredje kravet är därför att riksdagen — om den beslutar att övergå till den nya kreditpolitiken — principiellt beslutar att avstå från räntesubventioner.

### Tidsbegränsade regleringar

Som jag sökt visa ovan, delar jag inte utredningens uppfattning om att vi i dag har jämviktsräntan. Utredningen har dock på känn att risken för kraftiga räntestegringar "av det slag som man sett exempel på i USA" kan föreligga. Utredningen föreslår därför att det skall vara möjligt att riksbanken, efter tillstånd av regeringen, skall kunna använda regleringar under en begränsad tidsperiod. En sådan regleringsperiod måste dock följas av en lika lång icke reglerad period.

Regleringar skall kunna sättas i kraft i akuta krissituationer. Regleringar i kombination med marknadskonforma åtgärder kan motverka spekulationer i växelkursförändringar, vilket t ex var fallet i januari 1981. Även vid en snabb konjunkturuppgång, där riksbanken förlorat kontrollen över penningmängden, kan ett utlåningstak — eventuellt tillsammans med räntereglering — göra det möjligt att begränsa penningmängden utan kraftiga räntestegringar. Ett tredje motiv som utredningen nämner är "en oväntat kraftig ökning" i budgetunderskottets storlek.

Svensk ekonomi har, som jag sett det, under de senaste sex åren befunnit sig i en allvarlig krissituation. Sverige befinner sig i och kommer av allt att döma under resten av 1980-talet att befinna sig i ett permanent obalansstillstånd. I en sådan ekonomi avlöser den ena akuta krisen den andra. Under de gångna sex åren har vi haft allvarliga valutakriser och devalverat kronan med sammanlagt 45 procentenheter. Vi har upplevt en internationell oljekris, våldsamma

förändringar i internationella växelkurser och extrema dollarräntor. Vi bevittnar nu en pågående internationell finanskris samt varje år överraskande — åtminstone för budgetministrarna — stora ökningar i budgetunderskotten.

Jag kan inte se annat än att de exempel på akuta krissituationer som utredningen nämner skulle motiverat tillämpning av vissa regleringar under stora delar av de gångna sex åren. Men detta skulle uppenbart ha varit emot huvudinriktningen i utredningens förslag. Det går inte att utforma kreditpolitiken som ett växelspel mellan en reglerad marknad och en fri marknad. Det skulle *destabilisera* marknaden.

Bankerna som har ett tidsbegränsat utlåningstak kan ge omfattande kreditlöften som sedan under den "vita" perioden utlöses i en mycket kraftig kreditexpansion. Detta tvingar då fram en extra kraftig räntehöjning, om riksbanken skall klara målen för penningmängd och kreditexpansion.

På liknande sätt skulle tillämpning av en tidsbegränsad placeringsplikt för försäkringsbolagen förmodligen leda till en extremt kortsiktig placeringspolitik i statspapper i stället för att binda medel i långsiktiga statsobligationer till en ränta som uppfattas ligga under jämviktsräntan.

Jag anser att riksbanken borde avstått från användning av regleringar under de gångna åren om utredningens förslag legat till grund för lagstiftningen. Riksbanken skulle ha varit utomordentligt obenägen att tillgripa regleringar t ex i januari 1981, vilket enligt utredningen skulle ha varit ett riktigt tillfälle att tillämpa regleringarna. Sannolikheten för nya och allvarligare kriser längre fram bedömdes nämligen då som mycket stor. Precis som utredningen säger, skulle vetskapen om att riksbanken i praktiken inte kunde återkomma inom de närmaste tre å fyra åren med en ny regleringsperiod avhålla

riksbanken från att begära tillämpning av regleringarna. I stället för utlåningstak skulle vi drivit upp hela räntenivån.

Går man över till ett marknadskonformt styrsystem, som utredningen förordar, får man acceptera en genomsnittligt högre räntenivå och större räntevariationer som en konsekvens av styrsystemet. Det borde heller inte ha funnits anledning att söka dölja detta, eftersom argumentet för ett sådant styrsystem är att marknaden vet bättre än centralbanken vilka räntor som skapar jämvikt. Det är marknadens inflationsförväntningar, växelkursförväntningar och budgetförväntningar som skall vara utslagsgivande enligt detta synsätt.

### Avreglering

De växande obalanserna i svensk ekonomi ökar påfrestningarna på kreditpolitiken. Endera tvingas kreditpolitiken till allt längre gående regleringar eller också måste regleringssystemet avvecklas. Valet kan synas lätt med hänsyn till de svårigheter som regleringarna för med sig. Att riksbanken ändå gått försiktigt fram med avreglering beror naturligtvis på insikten om att en sådan övergång har djupgående konsekvenser för räntebildningen, valutapolitiken och för hela ekonomin. Erfarenheterna från bl a USA visar att övergången till en i sina huvuddrag monetaristisk politik haft omfattande och icke förutsedda effekter, som allvarligt skadat den amerikanska ekonomin och också visat ihålligheten i de monetaristiska idéerna. Utredningen har gjort det litet för lätt för sig när den vältagligt beskriver nackdelarna av regleringarna men underlåter att redovisa innebörden av den alternativa penningpolitiken.

Det blir dock nödvändigt att gå en lång väg i avreglerande riktning. De facto blir det mycket svårt att hålla fördämningarna när det inte sker någon omläggning av budgetpolitiken. Tryc-

ket från det växande budgetunderskottet kommer att driva fram en marknadsprissättning på statens växlar och obligationer. AP-fondens och försäkringsbolagens placeringskapacitet räcker inte till. Staten måste vända sig direkt till allmänheten i stor skala. Det kräver övergång till marknadsmässiga räntor. Alternativet att tvinga bankerna att köpa statspapper är i längden inte en hållbar strategi.

För närvarande råder en stark spänning i räntesättningen mellan statskuldväxlar och prioriterade statsobligationer. Denna spänning är inte möjlig att upprätthålla i längden. Genom en förlängning av statsskuldväxlarna och en anpassning av räntesättningen, vilken underlättas av sjunkande korta räntor, skulle ytterligare ett väsentligt steg kunna tas mot en marknadsprissättning på statspapper. Placeringsplikten förlorar då sin mening. Statsupplåning på marknadsvillkor kräver en anpassning av diskontopolitiken som tidigare diskuterades och därmed en friare räntesättning i bankerna. Om statens upplåning sker på marknadsmässiga villkor förlorar också begreppet prioriterad upplåning sin innebörd. Räntan på bostadsobligationer bör nämligen ligga strax över räntan på statsobligationer. Allmänt anser jag därför att prioriteringen bör avvecklas.

### Riksbankens styrning

Däremot delar jag inte utredningens uppfattning att riksbanken skall avhändas alla möjligheter att styra bankernas utlåning. Utredningen tar principiellt avstånd från varje form av utlåningsstyrning och avvisar även överenskommelse mellan riksbanken och bankerna samt att riksbanken utfärdar allmänna riktlinjer för bankernas kreditexpansion. På något sätt borde principen om bankernas roll och medverkan i kreditpolitiken formulerats i utredningen.

Enbart en styrning av bankernas utlåning med räntan tvingar fram kraftiga variationer i räntan med extremt höga räntor i vissa lägen. En hög variabilitet kommer också att leda till en genomsnittligt högre lång ränta på grund av de ökade risker som skapas för dem på marknaden som transformerar korta pengar till långa.

Formerna för en styrning av bankernas utlåning kan diskuteras. Likviditetsskvoterna bör avvecklas, eftersom de motverkar budgetunderskottens finansiering på kapitalmarknaden. Utlåningstak anser jag vara en stelbent reglering som kan användas någon enstaka gång.

Enligt min mening bör styrningen kunna ske genom påverkan av bankernas marginalkostnad för finansiering av utlåningen. En sådan styrning bör avpassas så att banker med snabb tillväxt i normalinlåningen tillåts expandera sin utlåning snabbare än banker med långsam tillväxt i normalinlåningen. Däremot blir det inte lika lönsamt att gå ut på marknaden och köpa inlåning.

Jag delar inte utredningens uppfattning att riksbanken inte skall få differentiera upplåningsvillkoren för banker som ett led i styrningen av bankernas utlåning. Jag tror inte att det finns någon centralbank som inte förbehåller sig rätten att bestämma på vilka villkor den lånar ut pengar till olika banker. Denna styrning har dock ofta en informell karaktär. Det bör också påpekas att riksbankens utlåningsvillkor inte är en del av den kreditpolitiska lagstiftningen.

### Kassakvoter

Förutsatt att riksdagen principiellt uttalar sig för principen att en styrning av bankernas utlåning skall vara möjlig, torde de kassakvotsbestämmelser som utredningen föreslår vara tillfyllest för

den form av styrning som jag anser riksbanken behöver. Det finns två aspekter på kassakvoter som styrinstrument som borde nämnts. Enligt läroboken betyder en höjning av kassakvoten en minskad kreditmultiplikator. En höjning av kassakvoten låser en större del av den inlåningsökning som en kreditexpansion ger upphov till i kassa hos riksbanken. De svenska bankerna har emellertid mycket stora statspappersinnehav. En kassakvotshöjning betyder att bankerna minskar sitt statspappersinnehav och ökar kassakvoten. Detta är gjort på kort tid med en stor likvid statspappersportfölj. De behöver således inte dra ner sin utlåning till allmänheten. Kassakvotshöjningar kan användas för att kortsiktigt driva upp de korta räntorna men är således inget verksamt medel att styra utlåningstakten med.

Den andra aspekten som inte berörs i utredningen är frågan om riksbankens

ränteersättning på kassamedel. Om riksbanken inte betalar ränta på dessa kassakvotsmedel blir det dyrt för bankerna att vid marginella kassakvoter expandera sin utlåning utöver en av riksbanken angiven nivå. I USA och Västtyskland betalar centralbanken inte ränta på kassakvotsmedlen. Skulle riksbanken styra ränteersättningen på kassakvotsmedel skulle naturligtvis bankerna kompenseras genom en vidgning av marginalen mellan in- och utlåningsräntorna. En fördel med detta är att en ökad spännvidd mellan in- och utlåningsräntorna underlättar skapandet av en väl fungerande kapitalmarknad.

### Slutkommentar

Formellt sett innebär utredningens förslag till ny kreditpolitisk lagstiftning en inskränkning i regeringens rätt att förordna om tillämpning av extraordinära

kreditpolitiska regleringar. Det nuvarande regleringssystemet, något förändrat, får inte tillämpas kontinuerligt genom ständigt nya förordnanden. Till sammans med de principuttalanden som följer den föreslagna lagstiftningen innebär utredningens förslag en väsentlig omläggning av kreditpolitiken. Om regering och riksdag beslutar om en ny lag, måste de rimligen göra det därför att de bedömer en sådan omläggning som nödvändig och riktig.

Inte ingenting är dock enklare än att inom ramen för nu gällande lagstiftning uppnå den förändring som utredningen eftersträvar. Genom att dra ut de två återstående grundbultarna som håller ihop den vacklande regleringskonstruktionen (samt underlåta att ändra i lagstiftningen om likviditetskvoter) är man (tillsammans med några principuttalanden i finansplanen) över i ett nytt styrsystem för kreditpolitiken. Det betyder med andra ord att regeringen avstår från att förlänga den årliga förordningen om tillämpning av de extraordinära kreditpolitiska medlen.

Det viktiga är således inte förslaget om ny lagstiftning — om man bortser från utredningens principiellt nya förslag om kassakvoter — utan bedömningen av förutsättningarna och konse-

kvenserna av en ny kreditpolitik. Det är därför jag anser att utredningen borde gett sig tid till att gå närmare in på de centrala frågor som dominerar riksbankens överväganden, såsom räntebildningsprocessen, diskontopolitik, interventionspolitik, statsskuldspolitik m m.

Invävt i utredningen ligger också en hel del monetaristiskt tankegods. Jag tror att det är viktigt att hålla rågången klarare mot monetarismen när man diskuterar avreglering, så att inte önskemålet om fungerande marknader tas till intäkt för en omläggning av kreditpolitiken i monetaristisk riktning.

Till sist borde starkare understrukits de krav på finanspolitiken som måste ställas om det skall vara möjligt att uppnå en fungerande kreditmarknad. Sker inte en kraftfull omläggning av den offentliga budgetpolitiken tror jag vi får se allt längre gående ingrepp motiverade med allt oftare återkommande akuta krissituationer.

#### Referenser

- SOU 1982:14, *Tillväxt eller stagnation*. Avstämning av 1980 års långtidsutredning.  
 SOU 1982:52, *En effektivare kreditpolitik*. Betänkande av kreditpolitiska utredningen.  
 Wallander, J., [1982], "En effektivare kreditpolitik", *Ekonomisk Debatt*, årg 10, nr 8.