

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.

Ekonom 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.

Statsskuldspolitik

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 statsskuldspolitiken. 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 välutaligt 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. Likviditetsskivoterna 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. Tillsammans 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.