En effektivare kreditpolitik

Ur KB:s samlingar
Digitaliserad år 2013

KUNGL. BIBLIOTEKET
National Library of Sweden

Betänkande av kreditpolitiska utredningen

SOU 1982:52

En effektivare kreditpolitik

Betänkande av kreditpolitiska utredningen

SOU 1982:52

129

Statens offentliga utredningar
1982:52
Ekonomidepartementet

En effektivare kreditpolitik

Betänkande av kreditpolitiska utredningen

Stockholm 1982

Omslag Håkan Lindström
Jernström Offsettryck AB

ISBN ~~91-38-07231-1~~ 91-38-07235-1 (F)
ISSN 0375-250X

Gotab 71675, Stockholm 1982

Till statsrådet och chefen för ekonomidepartementet

Kreditpolitiska utredningen ber härmed att få avlämna sitt slutbetänkande. Utredningen tillsattes med stöd av Kungl. Maj:ts bemyndigande av den 27 mars 1980. Till ledamöter utsågs professor Erik Höök, professor Börje Kragh och fil.dr Jan Wallander. Till ordförande utsågs Jan Wallander.

Till sekreterare utsågs fr. o. m. den 18 augusti 1980 ekon.dr Peter Englund och docent Staffan Viotti. Till biträdande sekreterare utsågs fr. o. m. den 1 november 1981 fil.kand. Anders Forslund.

Som juridisk expert åt utredningen har fungerat bankinspektör Lars Hedberg. Hedberg har svarat för den tekniska utformningen av lagförslaget och den därtill hörande kommentaren.

Utredningen har i övrigt anlitat ett stort antal experter på det samhällsekonomiska och banktekniska området. De av experterna författade rapporterna publiceras i en särskild volym (SOU 1982:53). Författarna svarar själva helt för innehållet i dessa uppsatser. Expertvolymen består av följande rapporter:

Penningpolitiska strategier av professor Börje Kragh

Kreditpolitiska regleringar – en samhällsekonomisk analys av t. f. professor Johan Myhrman

Kreditpolitikens utformning i några länder av professor Johan A. Lybeck

Översikt över kreditpolitisk lagstiftning i vissa länder av bankdirektör P.G. Persson

Krediterna i Sverige 1970–1980 av civilekonom Bengt-Göran Löwenthal och civilekonom Erik Sjöberg

Den oreglerade kreditmarknaden av civilekonom Stefan Ingves

De svenska bankcertifikaten av docent Lars Nyberg

Affärsbankernas obligationsinnehav 1880–1980 av docent Lars Jonung

Skatteregler och realinvesteringar av fil.kand. Jonas Agell och docent Jan Södersten

En rapport om marknadskonform penningpolitik av Staffan Viotti kommer att publiceras senare.

Gemensamt för oss ledamöter av utredningen är att vi har en bakgrund som professionella samhällsekonomer. Vi har sedan varit praktiskt verksamma inom olika delar av samhällslivet och fått anknytning till olika institutioner och företag, som har speciella synpunkter på hur kreditmarknaden bör fungera. I vårt utredningsarbete har vi givetvis haft stor glädje av

de erfarenheter vi därvid gjort och de synpunkter vi fått kännedom om. Vi har emellertid ett behov av att i detta sammanhang betona, att vi i vårt arbete med utredningen känt oss som samhällsekonomiska experter och inte som representanter för det ena eller andra intresset. Vår strävan har varit att se frågorna ur ett vidare perspektiv.

Stockholm i oktober 1982

Jan Wallander

Erik Höök Börje Kragh

/Peter Englund
Staffan Viotti
Anders Forslund

Innehåll

1. *Sammanfattning och slutsatser* 9
1.1 Den allmänna inriktningen av arbetet 9
1.2 Hur kreditpolitiken vuxit fram 11
1.3 Effekten av regleringar 13
1.3.1 Kortsiktiga effekter 13
1.3.2 Effekter på lång sikt 14
1.3.3 Professionaliseringen 14
1.3.4 En reglerad generation 15
1.3.5 Direkta och indirekta verkningar 15
1.3.6 Regleringars kostnader 16
1.4 Vår förlorade oskuld 17
1.4.1 Den korta penningmarknaden 17
1.4.2 Den långa marknaden har blivit kort 18
1.4.3 De ekonomiska realiteterna slår igenom 18
1.5 Alternativet 19
1.5.1 Marknadskonform kreditpolitik 19
1.6 Växelkursen det centrala målet 20
1.7 Det behövs medvetna åtgärder 21
1.8 Våra slutsatser 22
1.9 De akuta problemen 22
1.10 Förslag till ny lagstiftning 24
1.10.1 Problemet 24
1.10.2 Lösningen av problemet 25
1.10.3 Vem beslutar? 26
1.10.4 Lika behandling 27
1.10.5 Utformningen av medlen 28
1.10.6 Rätt att anföra besvär 28
1.11 Lagförslag 30

2. *Kreditpolitikens utformning under efterkrigstiden* 35
2.1 Riksbankens styrmedel 35
2.1.1 Definitioner 35
2.1.2 Marknadskonforma styrmedel 37
2.1.3 Direkta regleringar 38
2.1.3.1 Kreditpolitiska medel 38
2.1.3.2 Valutaregleringen 39
2.1.4 Den informella styrningen 41

2.2 En översikt över kreditpolitiken under efterkrigstiden . . . 42
2.2.1 Lågräntepolitiken 1945–55 43
2.2.2 Räntepolitisk renässans 1956–67 48
2.2.3 Externbalans, budgetunderskott och regleringar 1968–82 50

Appendix Kreditpolitiska åtgärder 1952–82, ett urval 56

3 *Kreditmarknaderna och kreditpolitikens funktionssätt* 61
3.1 Kreditmarknadernas funktioner 61
3.2 Kreditmarknaderna och stabiliseringspolitiken 68
3.3 Aktörerna på kreditmarknaden 71
3.4 Sveriges penningpolitiska autonomi 76

Appendix Inlåning i affärsbanker, sparbanker och föreningsbanker fördelad på saldoklasser 81

4 *Reglerande kreditpolitik* 85
4.1 Stabiliseringspolitiska effekter av kvantitativa regleringar . . 86
4.1.1 Utlåningsreglering 87
4.1.2 Likviditetskrav och placeringsplikt 90
4.1.3 Skillnad mellan statsskuldsfinansiering hos allmänheten och i banksystemet 93
4.1.4 Empiriska erfarenheter 94
4.1.5 Slutsatser om de kvantitativa regleringarnas effekter i Sverige 95
4.2 Ränteregleringar 98
4.3 Emissionskontroll 100
4.4 Regleringarnas allokerings- och fördelningspolitiska syften . 102
4.5 Regleringarnas sidoeffekter på resursallokeringen 105
4.6 Sammanfattning 107

5 *Marknadskonform penningpolitik* 109
5.1 De penningpolitiska medlen 109
5.2 Centralbankens kontroll över penningmängden 111
5.3 En penningmängdsfokuserad politik 113
5.4 Penningpolitikens roll 117
5.5 Internationella erfarenheter av penningpolitiska strategier . 121
5.6 De svenska förutsättningarna 122
5.7 Sammanfattning 128

Appendix Penningmängdens komponenter 129

6 *Förutsättningar för en marknadskonform politik idag* 131
6.1 Budgetunderskottens finansiering 131
6.1.1 Undanträngningsproblemen fram till 1985 133
6.1.2 Undanträngningsmekanismer 136
6.1.3 Den svenska statsskuldspolitiken 139

6.2 Skattesystemet och kreditmarknaden 144
6.2.1 Kalkyler av skattesystemets verkningar 146
6.2.2 Skattesystemet som motiv för regleringar 148
6.3 Motiv för temporära regleringar 148

7 *Kommitténs förslag* 153
7.1 Kreditpolitikens inriktning 153
7.2 Lagförslagets allmänna uppläggning 156
7.3 Omfattade kreditinstitut 158
7.4 Särbehandling av vissa kreditinstitut 159
7.5 Utformningen av medlen 161
7.6 Rätt att anföra besvär m m 163
7.7 Speciella frågor 164

8 *Specialmotivering* 165
8.1 Allmänna bestämmelser 167
8.2 Kassakrav 170
8.3 Utlåningsreglering 172
8.4 Placeringskrav 173
8.5 Räntereglering 173
8.6 Uppgiftsskyldighet m m 174
8.7 Särskild avgift 174
8.8 Straff m m 174
8.9 Ikraftträdande m m 175

Bilaga 1. *Lagtexter – jämförelse mellan lagen (1974:922) om kreditpolitiska medel och kommitténs förslag till kreditpolitisk lag* 177
Bilaga 2. *Direktiv* 189

1 Sammanfattning och slutsatser

1.1 Den allmänna inriktningen av arbetet

Som framgår av kommitténs direktiv (se bil 1) är utredningsuppdraget mycket omfattande.

Vår uppgift är att ta ställning till hur kreditpolitiken lämpligen bör bedrivas och till utformning och omfattning av en kreditpolitisk beredskapslagstiftning som kan träda i stället för den nu gällande lagstiftningen på området – lagen om kreditpolitiska medel av den 13 december 1974 (SFS 1974:922). I det följande hänvisas till denna lagstiftning under förkortningen LKM.

Som bakgrund till ställningstagandet till lagstiftningens och kreditpolitikens utformning bör enligt direktiven kommittén försöka utvärdera i vad mån den hittills förda kreditpolitiken bidragit till att uppnå "full sysselsättning, god tillväxt, låg inflationstakt, jämvikt i de utrikes betalningarna, regional balans och en rättvis inkomstfördelning" samt vidare i vilken utsträckning politiken bidragit till att "underlätta bostadsbyggandet, finansiera det statliga budgetunderskottet, främja vissa regionalpolitiska målsättningar eller underlätta de mindre och medelstora företagens verksamhet".

Det är uppenbart att en utvärdering av nu angivet slag är en utomordentligt omfattande arbetsuppgift. Man kan också ifrågasätta om den på den ekonomiska vetenskapens nuvarande ståndpunkt överhuvudtaget är möjlig att genomföra på ett sådant sätt, att man därav kan dra några säkra praktiska slutsatser. Svårigheterna ökas givetvis av att det långtifrån är klart, vilken mer precis innebörd som de angivna målen har eller har haft vid olika tidpunkter.

Vid de diskussioner som fördes i samband med kommitténs tillkomst uppnåddes också enighet om, att med tanke på vikten av att kommitténs arbete bedrevs skyndsamt, fick man tänka sig att kommittén inom det stora problemområdet i första hand ägnade sig åt att ta initiativet till sådana expertutredningar som tedde sig mest fruktbara och där det föreföll möjligt att komma till resultat inom överskådlig tid.

En väsentlig del av kommitténs arbete har därför bestått i att stimulera forskare till att behandla olika problem inom området. De färdigställda utredningarna framläggs i en särskild volym: Kreditpolitiken: Fakta, teorier och erfarenheter.

I direktiven framhålls som önskvärt att kommitténs förslag går ut på att ange två huvudalternativ för kreditpolitiken. Det ena alternativet skulle

innebära att riksbanken bedrev sin politik med hjälp av "generellt verkande marknadsanpassade medel" och utan regleringar av den typ som LKM representerar.

Det andra alternativet skulle vara en politik, där man normalt arbetade med regleringar.

Av naturliga skäl har vi i vår analys av kreditpolitiken och dess möjligheter arbetat med dessa två alternativ. Det första kallar vi en "marknadskonform kreditpolitik" och det andra en "reglerande politik". I kapitel 5 redogörs närmare för innebörden av begreppet "marknadskonform kreditpolitik".[1]

Vårt förslag innebär emellertid inte att vi preciserar två huvudalternativ när det gäller kreditpolitiken mellan vilka alternativ sedan statsmakterna har att välja. Vi framlägger istället ett förslag, vilket enligt vår mening skapar realistiska förutsättningar för att politiken skall kunna bedrivas med mindre inslag av regleringar. Detta är också i enlighet med direktivens allmänna intentioner.

En sådan inriktning av politiken innebär inte någon ny målsättning för statsmakterna. Vid tillkomsten av den nuvarande kreditpolitiska lagstiftningen betonade statsrådet Sträng, att de mer långtgående typerna av regleringar i princip endast borde tillgripas i "svårbemästrade situationer" (prop. 1974:168, sid. 142). Av detta skäl gjordes 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". Samtidigt borde man vara mycket uppmärksam på de skadeverkningar, som skulle uppstå om man någon längre tid höll en räntenivå som var ur balans med marknadsläget (sid. 180).

Vi tror inte det är realistiskt att föreställa sig att man i Sverige skulle införa en marknadskonform kreditpolitik av renodlat slag. Det vill säga en politik, där myndigheterna helt saknade möjlighet till regleringar. Politiska och ekonomiska realiteter gör en sådan kreditpolitik vare sig trolig eller önskvärd. Vad det i praktiken kan bli fråga om är att statsmakterna bestämmer sig för en viss viljeinriktning och därefter ser till att förhållandena är sådana – och det gäller då i första hand den kreditpolitiska lagstiftningen – att riksbanken stimuleras att finna praktiska former för en sådan utformning av politiken.

Enligt vår mening finns det därvid all anledning för statsmakterna att hålla fast vid målsättningen, att i möjligaste mån undvika regleringar av kreditmarknaden, och istället satsa på marknadsmekanismen som bas för resursfördelningen.

Vi menar att det förslag till utformning av en kreditpolitisk lagstiftning som vi framlägger i det följande, är så utformat att man också i praktiken kommer att röra sig i den önskade riktningen. Förslaget ger samtidigt riksbanken möjligheter att tillgripa regleringar för att bemästra snabbt uppkommande krissituationer.

Av betydelse för vårt arbete är givetvis de förslag som kan komma att framläggas från andra kommittéer, som arbetar med problem inom samma område. I direktiven anges också att kommittén bör samråda med i första hand valutakommittén men även med kontokortskommittén.

Av särskild vikt för vårt arbete är ställningstagandena inom valutakom-

[1] Begreppen "kreditpolitik" och "penningpolitik" ges ofta en något olikartad innebörd. I detta kapitel använder vi genomgående termen kreditpolitik och låter det innefatta även begreppet penningpolitik.

mittén. Det förhåller sig nämligen så, att om man helt skulle avskaffa eller kraftigt liberalisera valutaregleringen, skulle det leda till att kreditpolitiska regleringar inte fick de verkningar som de får under nuvarande förhållanden. Avskaffades valutaregleringen helt, skulle i själva verket en kreditpolitisk lagstiftning sakna mening, eftersom under sådana omständigheter bankerna kunde undgå regleringarna genom att flytta delar av sin balansräkning utomlands.

Såvitt nu kan bedömas kommer inte valutakommittén att framlägga något slutbetänkande inom den närmaste tiden. Våra kontakter med kommittén har emellertid gett oss uppfattningen, att allt talar för att kommitténs förslag kommer att innebära att förutsättningarna för ett bedrivande av kreditpolitiken inte kommer att ändras. Däremot finns det givetvis anledning vänta sig att regleringen ur tekniska synpunkter kommer att i hög grad moderniseras och förändras. I våra resonemang har vi därför utgått ifrån att vi även i framtiden kommer att ha en valutareglering av i princip samma slag som idag. Skulle mot vår förmodan denna reglering avskaffas, betyder detta att man i realiteten även avskaffar den kreditpolitiska reglering som vi för närvarande har och även en reglering av den typ vi föreslår.

När det gäller kontokortsfrågan anser vi att det inte finns anledning, att ur kreditpolitisk synpunkt särbehandla den speciella kreditform som kontokortskrediterna representerar. Vi anser heller inte att det ur kreditpolitisk synpunkt finns anledning att utfärda särskilda föreskrifter beträffande lägsta kontantinsats och längsta kredittid vid bilköp.

Regeringen har riksdagens bemyndigande att utfärda föreskrifter om dessa kreditformer. För närvarande regleras bilkrediterna i den s k bilkreditförordningen (SFS 1959:575 och 1979:1139). När det gäller betalningsvillkor vid kontoköp har regeringen däremot inte utfärdat några formella föreskrifter. De restriktioner som finns bygger i stället på överenskommelser.

Bakgrunden till vår inställning att särskilda föreskrifter inte bör förekomma är att vi anser, att man bör undvika att särbehandla vissa kreditformer. Skälen härför utvecklas i kapitel 4 och 7. Vidare visar vi i kapitel 3, att ovan nämnda konsumtionskrediter är av mycket begränsad betydelse i de kreditpolitiska sammanhangen.

Vad gäller bilkreditförordningen har dess tillämpning alltmer begränsats. Kommerskollegium, som har att kontrollera efterlevnaden av förordningens bestämmelser och vars synpunkter i denna fråga vi tagit del av, har mot den bakgrunden i sin anslagsframställning för budgetåret 83/84 föreslagit att bilkreditförordningen avskaffas. Om det ifråga om kontokortskrediterna finns andra än kreditpolitiska skäl som kan tala för en särbehandling av denna kreditform, ligger det inte inom vårt uppdrag att ta ställning till.

1.2 Hur kreditpolitiken vuxit fram

I kapitel 2 beskrivs hur den nuvarande kreditpolitiken vuxit fram och visas hur den hela tiden haft starka inslag av regleringar. Regleringarna har ofta till en början tagit formen av "frivilliga överenskommelser". Från myndigheternas sida har man sedan funnit det angeläget att skapa i lag angivna former

för de olika typerna av regleringar.

Kreditpolitikens praktiska utformning har i hög grad bestämts av att statsmakterna ställts inför akuta problem och där det fallit på kreditpolitiken att försöka finna lösningar. Detta antingen därför att det tett sig som en naturlig uppgift för denna politik eller därför att statsmakterna inte velat eller kunnat använda sig av andra medel på t. ex. det finanspolitiska området.

Det grundläggande för kreditpolitiken har hela tiden varit strävan att skapa en stabil ekonomisk utveckling, dvs. en utveckling som inneburit full sysselsättning och ett snabbt ekonomiskt framåtskridande i förening med en rimligt stabil utveckling av priser, kostnader och växelkurser. Andra önskemål eller speciella problem har sedan haft betydelse för hur stabiliseringspolitiken kunnat bedrivas i praktiken.

Under 60-talet kom sålunda kreditpolitiken i hög grad att präglas av önskan att få fram tillräckliga och billiga krediter till bostadsbyggandet. Under 70-talet har andra problem kommit i förgrunden. Vi har i Sverige ställts inför nödvändigheten av att låna upp betydande belopp utomlands för att därigenom täcka de stora och växande underskotten i vår bytesbalans. Detta behov kan delvis ses som ett utslag av det andra problem som präglat kreditpolitiken under 70- och 80-talet, nämligen de stora och växande statliga budgetunderskotten. Det har kommit att te sig som allt svårare att placera dessa underskott utan negativa effekter på banksystemets funktionsduglighet eller räntenivån.

I vissa lägen har stabiliseringspolitiska önskemål tvingat fram hårda kreditåtstramningar. I sådan lägen ter det sig ofta angeläget för statsmakterna att tillgripa regleringar för att undvika att restriktionerna får negativa effekter på andra mål som man har.

När det gäller kreditpolitiken kan statsmakternas mål vid sidan av de stabiliseringspolitiska för det första vara allokeringspolitiska. Man vill stimulera och understödja verksamhet inom vissa delar av landet, vissa typer av näringar, viss typ av konsumtion etc, etc.

För det andra kan man ha fördelningspolitiska mål, dvs mål som går ut på att gynna vissa grupper i samhället, åstadkomma en viss inkomstfördelning el. dyl.

För kreditpolitiken betyder dessa mål att man ställs inför krav att vissa grupper eller vissa ändamål skall få mer och billigare krediter än de annars skulle fått. Effekterna av en sådan kreditpolitik blir ofta både fördelningspolitiska och allokeringspolitiska. När man strävat efter att hålla nere kostnaderna för krediterna till bostadsbyggandet, betyder det sålunda inte bara att bostadskonsumenterna därmed gynnats, utan också att bostadsproduktionen blivit större än den annars skulle varit.

Mot bakgrunden av beskrivningen i kapitel 2 skulle man möjligen kunna hävda att i själva verket har regleringsinslaget i politiken inte varit så stort, detta under hänvisning till att flera av medlen i den kreditpolitiska lagstiftningen utnyttjats relativt sparsamt och att andra medel endast varit i kraft under kortare perioder. Formellt sett har alltså ingreppen varit relativt blygsamma. Som framgår av framställningen i kap. 2 har emellertid riksbankens informella styrning av kreditväsendet så gott som hela tiden varit mycket kraftig.

Det är alltså missledande att vid en analys av kreditpolitikens faktiska

innebörd fästa något större avseende vid den formella aspekten. Ett bra exempel på detta är emissionskontrollen. Vi har under hela den beskrivna perioden haft en fullständig och mycket detaljerad kontroll av obligationsemissionerna från riksbankens sida. LKM:s bestämmelser om emissionskontroll har emellertid aldrig varit satta i kraft. Ett annat exempel är räntegregleringen. Redan under 1970 hade riksbanken börjat kontrollera bankernas utlåningsräntor. Fr. o. m. mars 1974 och fram till mars 1980 tillämpade man sedan en stram kontroll av dessa räntor. Detta skedde hela tiden utan att riksbanken använde sig av lagstiftningen. LKM:s bestämmelser om räntereglering sattes i kraft först fr. o. m. den 1 april 1980.

1.3 Effekten av regleringar

Den under efterkrigstiden förda kreditpolitiken har alltså haft stora inslag av regleringar. Samtidigt har riksbanken dock i inte ringa utsträckning utnyttjat marknadskonforma medel och strävat efter att anpassa sig till marknadskrafterna. I andra fall har myndigheterna inte i längden velat ta konsekvenserna av en mot marknadskrafterna stridande politik.

Ett exempel på detta är övergången från en "nedreglerad" bostadslåneränta till en marknadsanpassad ränta subventionerad över budgeten. Statsmakterna uppnådde på så sätt de bostadspolitiska målen utan att behöva snedvrida räntestrukturen på marknaden. Riksbankens strävan under den senaste tiden att placera en allt större del av statsupplåningen på marknaden utan användande av tvångsmedel i form av regleringar är ett annat exempel.

I många hänseenden har myndigheterna emellertid med hjälp av regleringar fört en mot marknadskrafterna stridande politik. En grundläggande fråga blir givetvis då om de på så sätt lyckats nå de mål de avsett resp. vilka andra effekter som uppstått och som de eventuellt inte önskat.

Skall man kunna ge några meningsfulla svar på sådana frågor, måste man ha tillgång till rimligt tillförlitliga studier av hur en viss typ av kreditpolitik verkat i praktiken. Detta är en svår uppgift och i själva verket saknar vi i hög grad pålitliga studier av den svenska kreditpolitikens faktiska verkningar.

Dessa problem diskuteras i kapitel 4 och där redovisas också de tillgängliga studierna. Slutsatsen av dessa studier, som i första hand avser åtstramningen 69/70, är att regleringarna gav vissa resultat. Detta kan delvis sammanhänga med att den svenska kreditmarknaden vid den tiden var mindre utvecklad och professionell än vad den är idag.

I kapitel 4 analyseras vidare från teoretiska utgångspunkter vilka effekter man kan räkna med att en reglerande kreditpolitik får på kort och på lång sikt.

1.3.1 Kortsiktiga effekter

De regleringsmedel som diskuteras i kapitlet är utlåningsreglering, likviditetskvoter, räntereglering och emissionskontroll.

Slutsatsen av analysen är att på kort sikt finns det mycket som talar för att man med hjälp av sådana regleringar verkligen uppnår de avsedda

effekterna. När det gäller likviditetskvoterna har emellertid dessa på senare år på grund av institutionella förändringar – tillkomsten av en kort penningmarknad – fått en tendens att ge helt andra effekter än dem man önskat.

1.3.2 Effekter på lång sikt

På längre sikt tenderar emellertid regleringarna att i många fall inte ge de verkningar man avsett. Genom att kreditväsendet anpassar sig till regleringarna urholkas dessa och blir därigenom mer eller mindre verkningslösa. Det sker överströmningar av medel mellan olika delmarknader och framför allt uppstår en omfattande kreditgivningsverksamhet vid sidan om den reglerade delen av marknaden. Man kan från myndigheternas sida motverka denna tendens genom att successivt utvidga det område av kreditväsendet som omfattas av regleringarna. Detta är emellertid på sikt en föga givande verksamhet, eftersom den bara leder till att nya former uppstår, som faller utanför den nya gränsen.

Sådana fenomen gör sig gällande inte bara då regleringarna är långvariga utan även då marknaden vänjer sig vid att regleringar kommer igen, när läget blir besvärligt. De som arbetar på marknaden vidtar då förberedelser för att möta regleringarna och bibehåller institutioner och förbindelser som motiverats av tidigare regleringar.

I Stefan Ingves' expertrapport: "Den oreglerade kreditmarknaden" och i kapitel 3 beskrivs hur en oreglerad kreditmarknad vuxit fram och expanderat kraftigt under 60-, 70- och 80-talen. Det är uppenbart att tillkomsten av denna marknad på sikt har omintetgjort en stor del av de eftersträvade effekterna av regleringarna.

Effekten av regleringar påverkas emellertid inte bara av att det uppstår institutioner och vägar vid sidan av regleringssystemet utan det har också uppstått förändringar inom den reglerade delen av kreditväsendet. Dessa har stor betydelse för hur regleringar verkar. I inte ringa utsträckning är dessa förändringar en direkt följd av regleringarna.

1.3.3 Professionaliseringen

En viktig förändring under regleringsperioden är att finansfunktionen utvecklats starkt inom företagen och att civilekonomer och andra professionella ekonomer tagit över de ledande befattningarna på det finansiella området inom näringslivet och inom kreditväsendet. Det betyder att företagen idag sköter sina finanser på ett mycket mer sofistikerat sätt än tidigare, och att man därför reagerar snabbare och mer rationellt på den förda kreditpolitiken.

Man har också numera inom företagen helt andra förutsättningar att agera, eftersom man fått tillgång till snabbare och säkrare kunskap om det egna företagets och den egna bankens situation och till priser och villkor på olika finansiella marknader. Denna utveckling har möjliggjorts genom datoriseringen, som medfört en mycket stor förändring. De uppgifter man tidigare hade inom även mycket stora och välorganiserade koncerner rörande t. ex. den faktiska kassaställningen i ett visst ögonblick eller läget

beträffande tillgångar och skulder när det gällde förfallotider, valutaslag etc. var mycket bristfälliga och primitiva. Här har skett en revolution. Den innebär att riksbanken inte kan räkna med, att olika delar av kreditmarknaden på samma sätt som tidigare fungerar oberoende av varandra.

1.3.4 En reglerad generation

En annan påtaglig effekt av regleringarna är att en hel generation av bankmän och finansfolk har lärt sig att leva med och anpassa sig till regleringar.

På samma sätt som professionaliseringen betyder det att avståndet mellan kort och lång sikt blir kortare och därmed effekterna av en reglering försvinner snabbare.

1.3.5 Direkta och indirekta verkningar

Vi har ovan konstaterat, att det förefaller sannolikt, att man på kort sikt kan få verkningar av regleringar även om det är sannolikt att effekterna är mindre nu än för 10 år sedan.

Med effekt menar vi då, att man lyckas påverka den variabel man direkt inriktar sig på. Det är emellertid inte säkert att man därvid uppnår det resultat man *verkligen* vill nå. Ett exempel kan förtydliga resonemanget.

Ett stående inslag i alla kreditrestriktioner har varit att de i första hand skulle gå ut över konsumtionskrediterna, medan krediter till industrin skulle beröras minst. Detta i den mån krediterna inte avsåg kredit för byggande av egen bostad. Sådana krediter har hela tiden varit starkt prioriterade.

Med konsumtionskrediter menas därvid i praktiken bankernas krediter till enskilda personer, något annat har man inte fortlöpande statistik över. Det betyder alltså att enskilda personer under nästan hela efterkrigsperioden haft svårt att i bankerna få kredit för att köpa en äldre bostad, köpa bil eller reparera bilen, köpa båt, TV-apparat, möbler, hemutrustning, stereoanläggningar osv. Man har givetvis också haft svårt att få kredit för att finansiera den egna löpande konsumtionen. För många människor torde det vara den senare typen av krediter som ordvalet "konsumtionskrediter" närmast för i tankarna. Sådana krediter är emellertid bara en mindre del av bankernas krediter till privatpersoner. Enligt gjorda överslagsberäkningar torde det röra sig om högst 20 %. I vad mån myndigheterna verligen avsett att träffa alla dessa olika typer av "konsumtionskrediter" är oklart.

Vilka har då de reella effekterna av dessa restriktioner blivit? Låt oss som exempel ta bilkrediterna.

Kan inte bilköparen skaffa sig kredit i banken får han vända sig till bilhandlaren. I den mån denne inte har egna medel får han i sin tur vända sig till sin bank. Krediten faller då in under den mer gynnade delen av kreditgivningen. Bilhandlaren kan också vända sig till exempelvis Volvo eller Saab-Scania och få krediten ordnad genom dem. I den mån dessa sedan vänder sig till banken för finansiering av sin verksamhet rör det sig om krediter som i alla lägen har prioriterats – krediter till exportindustrin.

Den kredit bilköparen fått under dessa omständigheter har varit avsevärt dyrare än en direkt bankkredit. I själva verket har en betydelsefull del av

bilhandelns vinst uppstått inom finansrörelsen. Det betyder att de som köper på kredit kan sägas subventionera de köpare, som har möjlighet att få bankkredit eller betala kontant. Detta som följd av att bilhandeln kunnat hålla ner bilpriserna med hjälp av vinsten på finansrörelsen. Man kan onekligen fråga sig om det är denna effekt man eftersträvar, när man ständigt ställer de s. k. konsumtionskrediterna i skottgluggen.

1.3.6 Regleringars kostnader

Ovan har vi beskrivit olika anpassningsmekanismer som leder till att en reglering blir verkningslös eller i varje fall får mindre effekt än man tänkt sig.

Själva denna anpassningsprocess innebär samtidigt en samhällsekonomisk kostnad. Många högt kvalificerade tjänstemän kommer att syssla med en improduktiv anpassning till regleringarna. Särskilt påfallande blir detta om anpassningen leder till att man bygger upp eller expanderar institutioner, som faller utanför regleringarna. En del av finansbolagens tidigare mycket starka expansion kan sålunda förklaras av att de kunde låna upp sina medel till räntor, som hölls nere av regleringarna och låna ut dem till räntor, som drevs upp av regleringarna. De förmedlade alltså pengar mellan den reglerade och oreglerade delen av kreditmarknaden. Samtidigt behövde de inte som banker avsätta en del av upplåningen till obligationsköp, vilket förbättrade deras lönsamhet.

Bakom finansbolagens snabba utveckling låg emellertid också att de utvecklade egna produkter och mötte nya behov hos företagen. Deras expansion ledde så småningom till att de större bolagen inrangerades i regleringssystemet.

Regleringar kan stimulera till utvecklande av produkter som faller utanför regleringarna. Å andra sidan hindrar de produktutvecklingen inom den reglerade delen. Nya produkter passar inte in i systemet och tillåts därför inte. Kontrollen av obligationsemissionerna har otvivelaktigt verkat på det sättet. När riksbanken å andra sidan 1978 släppte kontrollen av bankernas inlåningsräntor skapades förutsättningar för den senare snabba utvecklingen av bankernas inlåningsprodukter.

I den allmänna debatten ondgör man sig ofta över att företag mer ägnar sig åt finansiella investeringar och operationer än åt vad man uppfattar som "produktiva" investeringar. Förklaringen är naturligtvis att de finansiella investeringarna ofta varit både mer lönsamma och mindre riskabla. Exemplet med finansbolagen illustrerar hur regleringarna av kreditmarknaden kan ha bidragit till att öka omfattningen av sådan verksamhet.

Det sagda är exempel på att regleringar leder till en inoptimal allokering av våra resurser – ett slöseri med dessa. Detta är den stora kostnad som ett regleringssystem för med sig. Vi riskerar att resurserna inte kanaliseras till de områden och de företag, som har den högsta samhällsekonomiska lönsamheten.

Som visas i kapitel 3 har undan för undan strömmarna av finansiella resurser mellan olika delar av ekonomin ökat i omfattning. Det är då viktigt att det finns en väl och smidigt fungerande apparat för denna omfördelning –

en effektiv kreditmarknad. Gör det inte det uppstår betydande samhällsekonomiska kostnader.

1.4 Vår förlorade oskuld

Vi har ovan diskuterat de resultat som den under efterkrigstiden förda reglerande kreditpolitiken har lett till.

Vi har därvid konstaterat att på kort sikt har man möjlighet att nå resultat med regleringar. På sikt ger de emellertid inte de resultat man önskar. Detta sammanhänger bl. a. med att kreditväsendet anpassar sig till regleringarna och det uppstår en kreditmarknad vid sidan av regleringsystemet. Härtill kommer samhällsekonomiska kostnader av regleringarna i form av felallokering av resurser.

Nu kan givetvis olika personer komma till olika slutsatser, när det gäller att avväga fördelar och nackdelar med regleringar. Det är emellertid också så, att hela situationen ändrat sig, så att det idag ter sig mer naturligt att använda sig av marknadskonforma medel i kreditpolitiken än tidigare samtidigt som dessa medel blivit mer effektiva. Delvis är denna förändring en följd av regleringsingripandena.

1.4.1 Den korta penningmarknaden

En mycket viktig förändring är tillkomsten av den s. k. storinlåningsmarknaden sedan mitten på 60-talet. (Se vidare kap. 3 och Lars Nybergs expertrapport.) Framväxten av denna marknad har i hög grad drivits på av en hård tillämpning av likviditetskvotssystemet. Som följd härav har vi idag, vilket vi tidigare inte hade, en fungerande kort penningmarknad i Sverige.

Detta har samtidigt medfört att likviditetskvoterna fått annan verkan. Tidigare innebar en höjning av likviditetskvoterna att de enskilda kreditinstituten strävade efter att pressa ner sin utlåning för att på så sätt klara kvoten. Detta var också avsikten. Inlåningen tedde sig nämligen under 50- och 60-talet ur bankernas synvikel som något som inte var påverkbart på kort sikt.

Idag får motsvarande höjning av kvoterna till effekt att bankerna går ut och försöker köpa upp pengar på den korta marknaden och därmed sätter press uppåt på räntenivån. Utlåningen påverkas däremot inte på kort sikt.

Å andra sidan betyder tillkomsten av denna korta marknad att det skapats mycket bättre förutsättningar för riksbanken än tidigare att bedriva s. k. operationer på öppna marknaden.

Det bör här tilläggas, att en annan och mycket viktig avsikt med likviditetskvoterna varit att förmå bankerna till köp av stats- och bostadsobligationer. På så sätt har kvoterna också verkat under hela tiden.

1.4.2 Den långa marknaden har blivit kort

Ett annat exempel är obligationsräntorna. I början på 60-talet hade statsobligationerna räntorna bundna upp till 15 år. För bostadsobligationerna var bindningen upp till 40 år. Det fanns möjlighet till räntejustering efter 10 år, men det var en ensidig rätt för låntagarna. Placerarna var bundna. Under 60-talet och framför allt under 70-talet steg sedan räntenivån kraftigt. Från nivån 5 % i början på 60-talet till närmare 15 % i början på 80-talet.

Genom placeringsplikt och likviditetskvoter pressade man under 60- och 70-talet på banksystemet och försäkringsbolagen stora mängder stats- och bostadsobligationer. För bankerna som finansierade sina obligationsköp med inlåning, där räntan följde diskontot, kom givetvis den stora mängden lågprocentiga obligationer att bli en allvarlig belastning. Samma gällde stora placerare som AP-fonden, SPP och andra livförsäkrings- och pensionsanstalter. Deras förpliktelser hade kommit att följa inflationen och detta var svårt att förena med den låga förräntningen på det gamla obligationsinnehavet.

Denna situation ledde till kraftiga krav från placerarnas sida, att även om obligationernas löptid var lång, så skulle räntan endast bindas för kortare tid. Dessa krav har gett till resultat, att det numera i Sverige inte längre ges ut några obligationer där räntan binds för mer än 5 år, bortsett från enstaka undantag. Vart femte år justeras alltså räntan till marknadsnivån. Löptiden kan sedan vara 10, 15, 20 eller 25 år.

Detta betyder att det egentligen inte längre existerar någon lång ränta i Sverige och därmed inte heller förutsättningar för någon särskild lång marknad. Det är nämligen uppenbart att på en väl fungerande marknad är skillnaden mycket liten mellan ett femårigt lån och ett 25-årigt lån med räntejustering vart femte år. Vill placeraren i den senare typen av lån få tillbaka sina pengar efter 5 år bör han utan större svårighet kunna få det. Denna förändring, som finns närmare beskriven i kap. 6 och som är speciell för Sverige, ändrar påtagligt förutsättningrna för kreditpolitiken.

1.4.3 De ekonomiska realiteterna slår igenom

På sikt klarar vi inte att rida spärr mot marknadskrafterna med de stora problem det medför. När det gäller bostadsobligationerna anpassade man sig sålunda till marknadssituationen genom att först låta räntesubventionerna gå över budgeten och sedan i realiteten göra obligationerna halvkorta.

Riksbanken har vidare funnit att det inte längre är praktiskt möjligt att i samma utsträckning som tidigare finansiera de stora statliga budgetunderskotten hos banker och försäkringsinstitutioner inklusive AP-fonden. Man går därför nu ut på marknaden och måste då anpassa sig till marknadsräntan.

Den räntan styrs å andra sidan numera i allt väsentligt av det internationella ränteläget. De stora underskotten i vår bytesbalans har tvingat fram en omfattande utländsk upplåning av staten och företagen. Detta betyder att vi än mer än tidigare är sammanknutna med den internationella ränteutveck-

lingen. Även små avvikelser ger kraftiga utslag i form av in- eller utflöde av valutor.

Tvånget att hela tiden hålla uppe den utländska upplåningen leder vidare till att riksbanken numera vid kreditåtstramningar inte primärt strävar efter att få ner den totala kreditvolymen. Ett viktigt mål blir istället att genom åtstramningar på hemmamarknaden driva ut företagen på den internationella lånemarknaden.

Den kalla verkligheten och våra egna gärningar binder alltså våra händer. De stora underskotten i bytesbalansen och den statliga budgeten tvingar oss att anpassa oss till marknadens krav i Sverige och utomlands. Å andra sidan underlättar t. ex. det minskade bostadsbyggandet och institutionella förändringar övergången till en kreditpolitik med marknadskonforma medel.

1.5 Alternativet

Som en naturlig följd av utvecklingen har alltså de reglerande inslagen i kreditpolitiken på senare år blivit mindre betydelsefulla. I dagsläget drivs i stället kreditpolitiken i första hand genom en kraftfull straffräntepolitik från riksbankens sida och ett aktivt användande av kassakvoterna. Riksbanken är också på väg att börja arbeta med operationer på öppna marknaden. De nämnda medlen är just de som karakteriserar en politik som drivs med marknadskonforma medel, dvs. den typ av politik som är alternativet till en kreditpolitik som arbetar med regleringar.

1.5.1 Marknadskonform kreditpolitik

I kapitel 5 beskrivs närmare funktionssättet hos en politik, som använder sig av marknadskonforma medel och metoder.

I kapitlet diskuteras också vilka mål som det är rimligt att ställa upp för kreditpolitiken och arbetsfördelningen mellan den och finanspolitiken.

Det konstateras därvid att det av många skäl förefaller olämpligt att försöka uppnå allokerings- och fördelningspolitiska mål med kreditpolitiska medel. För att nå sådana mål bör man använda sig av finanspolitiska medel, dvs. skatter och subventioner. Vad kreditpolitiken bör och också i realiteten i första hand inriktat sig på är de stabiliseringspolitiska målen: full sysselsättning, snabb tillväxt, låg inflationstakt och extern balans.

Mellan dessa olika mål föreligger det ofta en konflikt. En kraftfull satsning på full sysselsättning kan medföra kostnadsstegringar och inflation. En inriktning på ett bibehållande av den externa balansen kan å andra sidan leda till svårigheter med sysselsättningen. Ett besvärligt problem för kreditpolitiken, liksom för annan ekonomisk politik, är därför att det är svårt att samtidigt nå alla målen.

Det är vidare så, att det inte är möjligt att ställa upp en viss sysselsättningsgrad, en viss ökning av BNP eller en viss prisstegringstakt som ett praktiskt användbart mål för kreditpolitiken. Riksbanken har inga möjligheter att direkt påverka den allmänna prisnivån, sysselsättningen eller BNP.

Banken måste därför istället inrikta sig på intermediära mål av typen en viss ökning av penningmängden eller kreditvolymen, en viss räntenivå eller en fast växelkurs. Riksbanken kan nämligen direkt operera på de marknader där penningmängden, kreditvolymen, räntan och växelkursen bestäms. Hur man bär sig åt med detta beskrivs närmare i kapitel 5. I kapitlet diskuteras vidare de samband som kan finnas mellan de intermediära målen och de slutliga – de övergripande – målen.

Växelkurspolitiken ger exempel på sådana samband. Har vi bestämt oss för att hålla en fast växelkurs och lyckas med det, betyder det, att vi i stort sett kommer att uppnå målet att ha samma inflation som de länder till vilka vår valuta är knuten. Tenderar prisstegringarna att bli större kommer valuta att börja strömma ut och vi får en press på kronan. För att hålla valutakursen tvingas vi då till en restriktiv politik, som pressar priserna och som bl. a. kan leda till räntehöjningar. Dessa skapar en situation då valuta kan börja strömma tillbaka och kronan stärkas.

Det intermediära mål som på senare tid kommit att spela en dominerande roll i många länders kreditpolitik är penningmängden. Med detta mål förknippas ofta en politik som bedrivs med marknadskonforma medel och där en låg inflationstakt sätts före en hög sysselsättning.

Som visas i kapitel 5 finns det en hel del fördelar med att arbeta med penningmängden alternativt kreditvolymen som intermediärt mål. Detta mål kan emellertid mycket väl sättas så, att man i första hand strävar efter full sysselsättning. Det ligger heller inte i sakens natur att man inte kan använda sig av reglerande medel för att nå ett penningmängdsmål.

I Sverige har sedan lång tid växelkursen stått i centrum för kreditpolitiken. Även om vi inte lyckats särskilt väl i praktiken, så har hela tiden strävan varit att hålla en fast växelkurs. På senare tid har detta kommit att bli det helt dominerande målet. Som följd av bristen på balans i vår ekonomi krävs det ständig vaksamhet från riksbankens sida och mycket aktiva åtgärder för att vi skall klara målet.

1.6 Växelkursen det centrala målet

Enligt vår mening bör vi ha en fast växelkurs som det centrala intermediära målet för kreditpolitiken. Med tanke på att vi hittills inte kunnat och sannolikt inte heller i framtiden kommer att kunna helt klara detta mål, är det mer rättvisande att säga, att målet är en styrd växelkurs. Med styrd växelkurs menar vi därvid en fast växelkurs, men där man på ett planerat och medvetet sätt kan göra justeringar från tid till annan.

Alternativet till målet en fast växelkurs är en flytande växelkurs. Det finns, som beskrivs i kap. 5, erfarenheter av sådan politik från andra länder. Dessa erfarenheter är sådana, att man, när det gäller länder av vår typ, dvs. små länder med stort utlandsberoende har anledning räkna med mindre goda effekter.

I praktiken innebär målet en fast växelkurs att riksbanken måste inrikta sig på att hålla de korta räntorna i Sverige i nivå med de internationella. Situationen är därvid för Sveriges del sådan, att även små avvikelser leder till valutarörelser av betydande omfattning. Vi tvingas därför att rätta in oss i det

internationella ränteledet om vi skall klara att hålla växelkursen. I samma mån minskas möjligheterna att samtidigt styra kreditvolymen eller penningmängden.

Den svenska räntepolitiken bestäms alltså av politiken i de stora industriländerna. Detta är i och för sig inte alltid så tilltalande och i den svenska diskussionen har vi en tendens att diskutera vår kreditpolitik som om vi hade möjlighet att på sikt driva en avvikande linje. Dessa möjligheter har sedan länge varit små och detta gäller i än högre grad för närvarande. Våra svårigheter att komma till rätta med underskotten i vår statsbudget och vår bytesbalans gör att vårt beroende i själva verket hela tiden ökar.

1.7 Det behövs medvetna åtgärder

Kreditpolitiken bedrivs alltså sedan länge med en styrd växelkurs som det centrala målet. Omständigheterna har vidare lett till, att riksbanken numera i huvudsak arbetar med marknadskonforma medel. Under sådana omständigheter kan man fråga sig, om det finns så stor anledning att ändra den kreditpolitiska lagstiftningen. Detta även om man är kritisk mot en reglerande kreditpolitik.

Detta vore emellertid en förhastad slutsats. Ett väsentligt argument för användande av marknadskonforma medel är att man därigenom undviker de samhällsekonomiska kostnader som en regleringspolitik medför och å andra sidan vinner de fördelar som en väl fungerande kreditmarknad medför. Med de svåra problem vi står inför är det väsentligt att marknaden verkligen fungerar väl.

En väl fungerande marknad uppstår emellertid inte av sig själv. Vi har tidigare pekat på, att kreditmarknaden, dess institutioner och de människor som opererar på den under lång tid har lärt sig att leva med och anpassa sig till regleringar. Detta betyder å andra sidan att det kommer att ta en hel del tid och kräva ansträngning av de agerande på kreditmarknaden att lära sig leva med, anpassa sig till och reagera snabbt och rationellt på en marknadskonform politik.

Ett viktigt inslag i en marknadskonform politik är s. k. operationer på öppna marknaden av riksbanken. Sådana operationer går ut på att riksbanken genom att köpa och sälja olika typer av värdepapper på marknaden påverkar räntenivån och penningmängden. Sådan verksamhet är sedan gammalt vanlig i de stora industriländerna och beskrivs i vanliga läroböcker i kreditpolitik. Många torde också föreställa sig att den svenska riksbanken sedan gammalt bedriver denna typ av operationer. Så är emellertid inte fallet. Som framgår av kapitlen 2 och 5 har riksbanken i själva verket inte bedrivit några marknadsoperationer sedan början på 50-talet. Det bör dock tilläggas att under sommaren 1982 har det uppstått en situation, då riksbanken blivit mer aktiv och fått bättre möjligheter bedriva operationer på öppna marknaden, även om man ännu inte fullt utnyttjat dem. Tekniken för operationer på öppna marknaden diskuteras mer i detalj i kapitel 5.

Att vi så länge levt med regleringar betyder alltså att en mer marknadskonform politik skall utformas och handhas av personer som i stor utsträckning saknar praktiskt erfarenhet av en sådan politik. Detta gäller

såväl tjänstemännen i riksbanken som i affärsbanker, sparbanker, finansbolag, försäkringsbolag etc. För att förverkliga en sådan politik krävs det därför mycket medvetna ansträngningar, bl. a. i form av utbildning, så att man inom kreditmarknadens institutioner bygger upp det nödvändiga kunnandet. Att åstadkomma en väl fungerande marknad är en besvärlig och tidskrävande process. I Lars Nybergs expertrapport "De svenska bankcertifikaten", ges exempel på dessa svårigheter och problem.

1.8 Våra slutsatser

De resonemang vi hittills fört har lett oss fram till följande slutsatser:

Det centrala målet för riksbankens politik bör vara en styrd växelkurs. Detta utesluter givetvis inte att man samtidigt genom kreditpolitiken försöker nå även andra stabiliseringspolitiska mål. Det kan t. ex. innebära att man vill åstadkomma att penningmängden eller kreditvolymen inte ökar mer än vissa tal.

Allokeringspolitiska och fördelningspolitiska mål bör å andra sidan tillgodoses med andra medel än de kreditpolitiska, dvs. i första hand med finanspolitiska åtgärder.

En kreditpolitik, som använder sig av marknadskonforma medel, är enligt vår mening väl så effektiv som en reglerande politik, när det gäller att nå de stabiliseringspolitiska målen. Detta sammanhänger med att effekten av regleringar snabbt urholkas om de används som ett normalt inslag i politiken. På sätt som vi beskrivit tidigare har regleringar också andra nackdelar.

Även en kreditpolitik som använder sig av marknadskonforma medel har givetvis sina nackdelar och sin begränsning. Den har emellertid den uppenbara fördelen, att den medför ett effektivt och decentraliserat beslutsfattande rörande investeringar och sparande.

Det sagda utesluter emellertid inte, att vi enligt vår mening behöver en kreditpolitisk lagstiftning. För att i akuta krissituationer få tillräckligt rådrum och kunna undvika t. ex. kraftiga ränteutslag behöver vi ha möjlighet att tillfälligt kunna tillgripa regleringar.

Det är samtidigt väsentligt att denna lagstiftning liksom andra åtgärder utformas på ett sådant sätt att vi får en utveckling mot en effektiv och smidigt fungerande kreditmarknad. I ett sådant system är givetvis fortlöpande kontakter mellan riksbanken och kreditinstituten ett viktigt inslag. Samtidigt är det viktigt att eventuella överenskommelser är i verklig mening frivilliga.

1.9 De akuta problemen

Hur klarar då en marknadskonform politik de problem som vi nu står inför på kreditmarknaden?

Ett stort problem för den svenska kreditpolitiken är hur man skall kunna finansiera de stora budgetunderskotten utan negativa verkningar på ränteutvecklingen och industrins investeringar. Det är inte minst med tanke på detta som riksbanken varit angelägen att bibehålla ränteregleringen.

Dessa frågor diskuteras i kap. 6. Därvid konstateras för det första att i realiteten kommer liksom hittills en betydande del av det statliga underskottet att finansieras genom upplåning utomlands. Resten måste emellertid på något sätt placeras i Sverige.

Som tidigare beskrivits är det nödvändigt att placera en allt större del av denna upplåning ute på marknaden, eftersom man närmar sig taket när det gäller placering hos AP-fonden, försäkringsbolag, pensionsinrättningar och banker. Statsmakterna har fruktat att en sådan omläggning av placeringspolitiken inte skall bli möjlig utan att erbjuda placerarna kraftigt höjda räntor. Samtidigt föreställer man sig, att hushållens kreditefterfrågan är mycket ränteokänslig på grund av skattesystemets effekter. Slutresultatet skulle då bli – om dessa investeringar är mer räntekänsliga – att det blir industrins investeringar som i första hand trängs tillbaka.

Skattesystemets effekter på de räntor privatpersoner i verkligheten får betala behandlas i kap. 6, som i sin tur bygger på Jonas Agells och Jan Söderstens expertrapport "Skatteregler och realinvesteringar". Denna utredning visar att i själva verket är skattesystemets diskriminering av bolagssektorn jämfört med hushållssektorn mindre än man tidigare förmodat. Bolagen "tål" nästan lika höga räntor som hushållen. Detta gäller särskilt efter den nyligen genomförda skattereformen.

Det har också under sommaren 1982 visat sig att det varit möjligt att placera mycket betydande delar av statsupplåningen på marknaden utanför bankerna utan någon påtaglig höjning av räntenivån. Redan under den första månaden har sålunda på marknaden placerats totalt 7,7 miljarder i den nya typen av statspapper – statsskuldväxlar. Detta har kunnat ske utan att räntan behövt höjas med mer än 0,25 %.

Enligt analysen i kap. 6 finns det heller inte anledning föreställa sig att en mer marknadsmässig placering av statsskulden skulle behöva leda till en kraftig höjning av räntenivån.

Det är också tydligt att om den svenska räntenivån i stort sett och på sikt styrs av den internationella, så är en sådan effekt inte möjlig. Skulle den svenska nivån varaktigt stiga över den internationella bör medel strömma till och nivån åter sjunka.

När det gäller de korta räntorna föreligger numera, som nämnts, ett mycket nära samband mellan de svenska och de utländska räntorna. Utvecklingen går också snabbt mot att det inte längre blir möjligt för riksbanken att isolera räntenivån på vissa delmarknader från räntenivån i övrigt. Denna fråga utvecklas närmare i kapitel 3 och 4.

Det bör i och för sig inte vara så svårt att intressera hushållen för att placera en del av sina pengar i statspapper. Vad det gäller är att förmå dem att byta sina inlåningsmedel i bank mot obligationer. Inlåningsmedlen är idag i svenska banker i praktiken avista och möjligheten att utan förlust och omgång kunna förfoga över medlen är viktig för hushållen. Omsättningen på kontona är också hög. Detta hindrar inte som visas i kap. 3, att hushållens totala inlåning i bankerna är utomordentligt stabil. För att det skall vara möjligt att förmå hushållen att flytta över sina medel till statspapper, måste räntebindningstiderna därför vara korta och det måste finnas en marknad, där man enkelt kan sälja sina papper. Däremot behöver inte löptiden på obligationerna vara kort. Dessa frågor behandlas närmare i kap. 6.

Lyckas man placera en betydande del av statsupplåningen hos hushållen blir effekten att bankernas volymökning hejdas. Volymerna kan i själva verket komma att gå ner. Detta kan ge bankerna problem, men innebär samtidigt en återgång till mer marknadsmässiga förhållanden på kreditmarknaden.

1.10 Förslag till ny lagstiftning

1.10.1 Problemet

Vi anser alltså att kreditpolitiken skall bedrivas med marknadskonforma medel och att regleringar endast bör tillgripas i krissituationer och för kortare perioder.

Detta är också den grundinställning som legat bakom tilkomsten av den nuvarande lagstiftningen. För att tillgodose detta syfte har man sålunda uppställt regler för under vilka omständigheter regeringen kan ge riksbanken rätt att tillgripa olika typer av kreditpolitiska medel.

För räntereglering, placeringsplikt och utlåningsreglering har man därvid angivit att det måste föreligga "synnerliga skäl" för att sådana medel skall få användas. Uttrycket "synnerliga skäl" är ur juridisk synpunkt ett mycket starkt uttryck. En skärpning av uttryckssättet skulle innebära att man i nästa steg fick tala om "endast vid krig, krigsfara eller dylikt". Lagstiftaren har vidare föreskrivit att dessa medel endast får användas under begränsad tid – högst ett år. En ytterligare spärr ligger i förhållandet att lagen har getts begränsad giltighet. Till en början omprövades den vart tredje år. För närvarande är den förlängd på 2 år.

Som framgått av den tidigare framställningen har under efterkrigstiden ett väsentligt inslag i kreditpolitiken varit regleringar och ett användande av medel som endast skulle få tillgripas när "synnerliga skäl" förelåg. Som påpekats tidigare betyder detta inte att man formellt sett haft regleringar i kraft under långa perioder. Men det förhållandet att kreditväsendet haft klart för sig och gång på gång upplevt att riksbanken inte har några svårigheter att få regeringens medgivande till regleringar har inneburit att riksbanken under mellanperioderna kunnat ge och få åtföljda rekommendationer som i realiteten inneburit i stort sett detsamma som en formell reglering.

Man kan nu fråga sig hur det egentligen kan komma sig att verkligheten i så hög grad avvikit från intentionerna. Förklaringen härtill är nog att det på detta område liksom inom många andra delar av samhällelig verksamhet är lockande för de beslutande instanserna att tillgripa regleringar.

Det uppstår givetvis från tid till annan problem eller missförhållanden som uppmärksammas i massmedia och av opinionsgrupper och där man kan peka på fall som ter sig upprörande eller oroande. Det kan t. ex. gälla, att något bostadsbygge inte fått sin finansiering ordnad. Det är naturligt att de politiskt ansvariga får frågan vad man egentligen tänker göra åt saken. Det ligger då nära till hands att införa en reglering, som förefaller att direkt angripa problemet. Denna kan sedan i sin tur leda till snedfördelningar i ekonomin, en dyrbar byråkratisk apparat och mycket arbete för de företag och den

allmänhet som utsätts för regleringen. Dessa effekter ter sig emellertid i beslutsögonblicket som mer abstrakta och framträder klart ofta först på längre sikt. Det är därför svårt att levandegöra dem för allmänheten.

I andra fall betingas regleringarna av att man befinner sig i en akut krissituation, där ett reglerande ingrepp är väl motiverat.

När man sedan väl infört en reglering har denna en tendens att bli mer långvarig än som från början var avsett. Även om förhållandena ändrat sig och regleringen egentligen inte längre behövs, ter det sig ändå oroande att avskaffa den. Det känns lugnare att ha den kvar.

– Vi är snart i en ny kris och då är det bra att snabbt kunna gripa till regleringen.

Man kan vidare hävda att eftersom regleringen i dagsläget är rätt verkningslös, så gör den heller inte så mycket ohägn.

Den här typen av argumentering kan man nästan alltid föra och därför är också regleringar seglivade.

1.10.2 Lösningen av problemet

Vår uppfattning är alltså att det ligger i systemets natur att regleringar lätt införs och dröjer sig kvar och att spärrar av den typ, som man använder sig av i den nuvarande lagstiftningen, inte innebär något reellt hinder för en sådan utveckling.

Skall det bli möjligt att röra sig i riktning mot en kreditmarknad med allt mindre regleringar och allt mer användande av marknadskonforma medel, måste vi skapa en situation där statsmakterna verkligen drar konsekvenserna av sin grundinställning. Detta gör man om den kreditpolitiska lagstiftningen utformas på ett sådant sätt, att den inte ger möjlighet för riksbanken och regeringen att använda regleringar annat än under korta perioder. Såväl riksbanken som de på marknaden arbetande instituten vet då, att regleringen med nödvändighet är tidsbegränsad och att därefter inträder en icke reglerad period. Detta betyder att riksbanken samtidigt som den börjar tillämpa en reglering måste börja fundera över hur den marknadskonforma politiken skall bedrivas när regleringen upphör. Detta kommer de på marknaden agerande att vara mycket medvetna om, och det kommer inte att finnas någon anledning för dem att bygga upp institutioner och förfaranden, som endast är intressanta under en kortare regleringsperiod. Man bör på detta sätt få en effektiv spärr mot en expansion av den oreglerade kreditmarknaden.

Ett centralt inslag i vårt lagförslag är därför 4 § där det stadgas att utlåningsreglering, placeringskrav och räntereglering kan tillämpas i högst ett år och att om ett sådant medel har använts under viss tid, får man inte använda det medlet eller något annat av de nämnda medlen under en lika lång tidsperiod. Den oreglerade perioden måste dock vara minst 4 månader. Det betyder alltså att efter en regleringsperiod måste alltid följa en minst lika lång regleringsfri period. Regleringsfriheten måste därvid omfatta inte bara det använda medlet utan samtliga av de nämnda medlen. Detta för att riksbanken inte skall frestas at s. a. s. åka slalom mellan medlen och därmed i realiteten införa en kontinuerlig reglering. Att den regleringsfria perioden satts till minst 4 månader sammanhänger med att vi vill undvika att man

tillämpar mycket korta regleringsperioder med åtföljande korta regleringsfria perioder. Det skulle också i realiteten kunna leda till att vi fick en fortlöpande reglering.

Som framgår av 4 § omfattar vårt lagförslag utöver de nämnda medlen även kassakrav. Detta är emellertid ett medel som vi tänker oss att riksbanken kan använda fortlöpande. Förslaget om tidsbegränsning omfattar alltså inte detta medel.

Enligt vår mening kommer med denna konstruktion av lagstiftningen såväl riksbanken som övriga på marknaden agerande att arbeta i riktning mot en situation där användandet av marknadskonforma medel är det normala. Från riksbankens sida kommer man säkerligen också att vara mycket återhållsam med att begära tillstånd att använda regleringar, eftersom det ju innebär att banken sedan har skjutit bort sitt krut för en tid. Man kan alltså vänta sig att riksbanken endast kommer att begära tillstånd att använda regleringar i lägen, där det verkligen föreligger "synnerliga skäl".

Det kan naturligtvis uppstå situationer av helt extraordinär natur. Riksdagen har då givetvis möjlighet att göra undantag från grundregeln i 4 §, att en reglerad period alltid skall följas av en oreglerad. Vi föreslår att regeringen i en sådan situation skall kunna hos riksdagen begära en förlängning på högst ett år av ett kreditpolitiskt förordnande, om det är oundgängligen nödvändigt för att motverka en allvarlig obalans i samhällsekonomin.

1.10.3 Vem beslutar?

En viktig fråga i sammanhanget är givetvis vem som fattar beslut om att en viss kreditpolitisk reglering skall tillgripas. Enligt vår mening borde det mot bakgrunden av de ovan beskrivna reglerna i 4 § vara mest lämpligt att beslutet fattades av riksbanksfullmäktige. Det skulle främja snabbheten och någon risk för att riksbanken i otid skulle fatta sådana beslut föreligger enligt vår mening inte. Det är emellertid tveksamt om en så långtgående delegering av beslutanderätten direkt till riksbanken är förenlig med regeringsformen. Det rör sig ju om åtgärder som kan påverka den ekonomiska situationen för enskilda rättssubjekt och som därför skall regleras i lag. Enligt vår mening har invändningen i detta fall föga saklig tyngd och står heller inte i överensstämmelse med att man sedan gammalt accepterat att riksbanken i sin egenskap av centralbank vidtar åtgärder som i många lägen har mycket kraftigare verkningar för enskilda rättssubjekt än de regleringar det här är fråga om. Riksbanken har ju sålunda full frihet att fastställa vilka villkor man vill för bankernas lån i riksbanken, ändra diskontot och växelkursen och göra öppna marknadsoperationer.

Med beaktande av denna författningsmässiga invändning har vi emellertid utformat förslaget så, att medlen liksom nu får tillgripas först efter beslut av regeringen och på förslag av riksbanksfullmäktige.

Vi har vidare i lagen angivit i allmänna ordalag de grunder på vilka sådana beslut får fattas. Grunderna skall vara att "det är nödvändigt" att tillgripa medlet för att "upprätthålla balans i samhällsekonomin eller uppnå de andra mål som riksdagen fastställt för riksbankens penningpolitiska verksamhet". Vi menar inte att en sådan formulering innebär någon reell restriktion i

beslutsfattandet, men den är en kodifiering av vår uppfattning att kreditpolitikens centrala uppgift är att nå de stabiliseringspolitiska målen. Andra mål bör man endast undantagsvis försöka nå med den typen av politik.

I kap. 6 och 7 exemplifieras under vilka omständigheter det kan vara motiverat att sätta lagstiftningen i kraft.

Eftersom det alltid är svårt att veta i förväg hur en kreditpolitisk lagstiftning i praktiken kan komma att verka och eftersom förhållandena kan ändra sig, anser vi vidare att det är lämpligt att lagstiftningen löper på en period av tre år, varefter man får tillfälle till omprövning.

Enligt vår mening bör regeringen när den fattar beslut om en viss kreditpolitisk reglering binda riksbankens händer så litet som möjligt. Riksbanken får alltså enligt förslaget vittgående möjligheter att utfärda detaljföreskrifter. Sådana föreskrifter har naturligtvis ofta mycket stor betydelse för hur en reglering verkar i praktiken.

1.10.4 Lika behandling

Ett grundläggande drag i svensk lagstiftning och i myndigheternas agerande är att olika rättssubjekt skall behandlas lika. När det gäller keditmarknaden uttryckte 1971 års kreditpolitiska utredning det så, att olika kreditinstitut borde behandlas "på ett från konkurrenssynpunkt i möjligaste mån likartat sätt". Myndigheternas ingripanden skall alltså vara konkurrensneutrala i den mån riksdagen inte beslutat att gynna eller missgynna vissa kategorier.

Som närmare utvecklas i kapitel 7 är det emellertid en invecklad fråga vad man vid en kreditpolitisk reglering egentligen skall mena med lika behandling. Det är inte så enkelt att lika behandling alltid innebär att alla institut skall ha exempelvis samma placeringskrav eller tillåtas samma procentuella ökning av utlåningen. Eftersom olika institut har olika inriktning av sin rörelse, olikartade utgångslägen osv., så kan det i själva verket vara så att kraven bör differentieras för att man i verklig mening skall uppnå en lika behandling.

En rimlig lösning av problemet förefaller vara, att riksbanken i den mån den differentierar mellan olika institut, också är tvungen att redovisa skälen för denna särbehandling. Man skall alltså visa, att man genom särbehandlingen uppnår en högre grad av lika behandling än man annars skulle erhålla. Detta betyder att det kommer att finnas underlag för en saklig diskussion och ett tvång för riksbanken att analysera sina föreskrifter från dessa utgångspunkter. Bestämmelser om detta finns i 6 §.

Vill man uppnå lika behandling är det naturligt att försöka få med i regleringen alla institutioner som verkar på den marknad som man reglerar. Vi har därför strävat efter att göra lagstiftningen sådan, att det finns möjligheter att ingripa mot praktiskt taget alla typer av kreditinstitut och även mot sådana institut, som kan tänkas uppstå i framtiden. Man kan mot detta möjligen invända att man på så sätt riskerar att göra regleringarna onödigt omfattande. En del institut kan ju spela en mycket ringa roll på kreditmarknaden. Vi tror emellertid det är viktigt att denna möjlighet finns. Eftersom det under alla omständigheter rör sig om korta regleringsperioder kan givetvis institutioner av ringa betydelse undantas. Dessa institutioner kommer å andra sidan att vara mycket medvetna om att för den händelse de

försöker utnyttja situationen, riskerar de att fångas in av nätet.

Man kan också lugnt utgå från att i den mån likabehandlingsprincipen allvarligt sätts i fara, kommer inte sådana undantag att bli opåtalta från konkurrerande instituts sida. Dessa har då möjlighet att åberopa bestämmelserna i 6 §, enligt vilka riksbanken måste lämna skäl för även sådan särbehandling.

1.10.5 Utformningen av medlen

De reglerande medel som kan tillgripas är enligt vårt förslag utlåningsreglering, placeringskrav och räntereglering. Användningen av dessa medel är tidsbegränsad. Härtill kommer kassakrav som är ett medel vilket tänkes bli använt fortlöpande.

I jämförelse med nuvarande lagstiftning betyder detta att emissionskontroll, likviditetskrav och särskild placeringsplikt utgår ur medelsarsenalen. Att vi utmönstrat dessa medel beror inte på att vi velat försvaga riksbankens arsenal, utan sammanhänger med att utvecklingen gjort att medlen antingen i sin nuvarande utformning får mindre lämpliga verkningar eller att vi tillgodosett de mål man velat uppnå med medlen genom den utformning vi givit de av oss föreslagna medlen.

Vill man sålunda reglera utlåningen bör man enligt vår mening använda sig av utlåningsreglering. Vill man förmå kreditinstituten att köpa bostadsobligationer och statspapper, är placeringskravet det naturliga medlet. Detta krav har i detta hänseende samma effekt som det tidigare likviditetskravet. Den särskilda placeringsplikten har aldrig använts i praktiken och förefaller inte att vara något ändamålsenligt sätt att lösa de problem man tänkt sig kunde uppstå.

Genom emissionskontrollen har man tidigare velat påverka dels utlåningsvolymen, dels räntenivån. Genom den utformning vi gett utlåningsregleringen tilldogoses behovet att reglera utlåningsvolymen. Som följd av de samband som finns på kreditmarknaden kommer en räntereglering även att styra den allmänna nivån på obligationsräntorna. Någon särskild reglering av dessa behövs därför inte. Detta så mycket mer som en sådan reglering med nödvändighet blir mycket detaljerad, vilket vi anser olämpligt.

När det gäller räntereglering har vi dragit konsekvenserna av nuvarande praxis att sådan reglering endast avser utlåningsräntorna och inriktar sig på genomsnittsräntorna. Det förefaller inte finnas skäl för att riksbanken skall ha möjlighet att reglera även inlåningsräntorna.

1.10.6 Rätt att anföra besvär

I diskussionen rörande den kreditpolitiska lagstiftningen har man gång efter annan hävdat att det av rättssäkerhetsskäl borde finnas möjlighet till överklagande av riksbankens beslut. Mot detta har anförts att riksbanken är riksdagens verk och att därför endast riksdagen kan överpröva dess beslut.

Enligt vårt förslag ges, som nämnts, riksbanken mycket fria händer när det gäller att utfärda föreskrifter beträffande tillämpningen av de olika typerna av kreditpolitiska medel. Det är uppenbart att utformningen av dessa

föreskrifter har stor betydelse för hur en reglering slår i praktiken. Mot den bakgrunden förefaller det rimligt att det skall finnas en möjlighet för de berörda kreditinstituten att anföra besvär över de av riksbanken utfärdade föreskrifterna. Vi har heller inte ansett, att statsrättsliga skäl utgör något formellt hinder mot en sådan besvärsrätt. Det skulle å andra sidan vara orimligt om man därigenom kunde försena genomförandet av åtgärderna. Riksbankens beslut bör alltså ha omedelbar verkan. Vinner besvären gehör får det senare ge anledning till ändrade föreskrifter.

Besvären kan gå ut på att föreskrifterna är sådana, att de innebär en icke försvarbar särbehandling av vissa institut och därför står i strid med bestämmelserna i 6 §. På samma sätt kan besvären gälla att riksbanken utan rimliga skäl undantagit vissa institut från regleringen. Man kan vidare tänka sig att riksbanken utfärdat sådana bestämmelser beträffande t. ex. förräntningen av kassakvotsmedel att man i realiteten infört en reglering. Banken kan sålunda t. ex. ha beslutat att institut som håller sig inom en av riksbanken rekommenderad ram beträffande utlåningsökningen, får högre förräntning på sina medel än institut som inte gör det. Ett sådant förfarande står uppenbarligen i strid med den föreslagna lagstiftningens mening och över sådana föreskrifter borde man alltså kunna anföra besvär.

Analogivis borde det enligt den nya lagstiftningen vara riksbanken främmande att differentiera upplåningsvillkoren i riksbanken för olika banker för att på så sätt i realiteten införa en reglering. Önskar man använda regleringar står i stället det i lagstiftningen angivna förfaringssättet till buds.

När det gäller besvär över av riksbanken utfärdade föreskrifter förefaller det naturligt, att dessa besvär avgörs av regeringen. Det är ju regeringen som gett riksbanken tillstånd att använda sig av ett visst kreditpolitiskt medel och regeringen bör då kunna pröva om medlet används på ett sätt som står i överensstämmelse med lagstiftningens syfte.

Annorlunda förhåller det sig med beslut som riksbanken fattar rörande föreläggande av vite eller särskild avgift. Sådana beslut bör berörda institut ha möjlighet att överklaga hos regeringsrätten.

1.11 Lagförslag

Förslag till Kreditpolitisk lag

Härigenom föreskrivs följande.

Allmänna bestämmelser

1 § Om det är nödvändigt för att upprätthålla balans i samhällsekonomin eller uppnå de andra mål som riksdagen fastställt för riksbankens penningpolitiska verksamhet, kan regeringen på framställning av fullmäktige i riksbanken förordna att riksbanken får använda sådant kreditpolitiskt medel som anges i denna lag.

2 § I denna lag förstås med

1. *bankinstitut:* bankaktiebolag, sparbank och centralkassa för jordbrukskredit,
2. *försäkringsinstitut:* allmänna pensionsfonden och försäkringsföretag med svensk koncession,
3. *kreditinstitut:* bankinstitut, jordbrukskassa, kreditaktiebolag, finansbolag, försäkringsinstitut, landshypoteks- och stadshypoteksinstitutionerna och Svenska skeppshypotekskassan.

Med kreditintitut kan jämställas sådana bolag, företag, fonder eller annan som avses i 5 § andra stycket.

3 § Kreditpolitiska medel enligt denna lag är kassakrav, utlåningsreglering, placeringskrav och räntereglering.

4 § Förordnande om kassakrav gäller tills vidare, om annat ej anges.

Förordnande om utlåningsreglering, placeringskrav eller räntereglering gäller för högst ett år. Om det är oundgängligen nödvändigt för att motverka en allvarlig obalans i samhällsekonomin, kan regeringen på begäran av fullmäktige i riksbanken föreslå riksdagen att besluta om att tillämpningen av sådant kreditpolitiskt medel får förlängas för viss tid, dock högst ett år. Under tid då riksmöte ej pågår kan förlängning beslutas av riksdagens finansutskott för tiden till dess riksdagen kan besluta i saken.

Har utlåningsreglering, placeringskrav eller räntereglering tillämpats under viss tid, får inget av dessa kreditpolitiska medel användas under den följande lika långa tidsperioden, dock minst fyra månader, såvida ej riksdagen eller finansutskottet enligt andra stycket beslutar annat.

5 § Förordnande om kreditpolitiskt medel kan avse ett eller flera slag av bankinstitut, försäkringsinstitut eller andra kreditinstitut.

Regeringen kan på begäran av fullmäktige i riksbanken förordna att med kreditinstitut vid tillämpningen av denna lag skall jämställas

1. fondkommissionsbolag,
2. andra företag, fonder eller annan som offentligen utbjuder obligatio-

ner, förlagsbevis eller andra för den allmänna rörelsen avsedda skuldebrev, eller

3. annan som yrkesmässigt och som sin huvudsakliga verksamhet bedriver kreditgivning.

6 § Riksbanken meddelar de föreskrifter som behövs för användningen av kreditpolitiskt medel.

Om särskilda skäl föreligger för sådan särbehandling, får riksbanken

1. begränsa användningen till ett eller flera slag av institut,
2. undantaga visst institut,
3. utfärda olika föreskrifter för skilda institut.

Skälen för särbehandling enligt andra stycket skall anges i beslutet.

Kassakrav

7 § Med kassakrav avses ett krav på att ett visst minsta belopp av kreditinstituts medel skall finnas på checkräkning i riksbanken eller placeras på annat sätt som riksbanken bestämmer. Med sådana placeringar kan jämställas inneliggande kassa i den mån denna får medräknas enligt 9 §.

8 § Kassakrav kan bestämmas till ett belopp som vid viss tidpunkt eller under en tidsperiod svarar mot viss andel, högst femton procent, av kreditinstituts placeringar eller förbindelser med de undantag som riksbanken anger enligt 9 § 5.

Kassakrav kan också bestämmas så att förändringen under en tidsperiod av kreditinstituts medel, placerade enligt 7 §, skall svara mot viss procent av förändringen av institutets samtliga placeringar eller förbindelser med de undantag som riksbanken anger. Därvid får kravet dock ej sättas högre än vad som följer av första stycket.

9 § Riksbanken anger

1. på vilket sätt kreditinstituts medel enligt 7 § skall placeras,
2. den tidpunkt (beräkningstidpunkt) eller den tidsperiod (beräkningsperiod) då kassakravet skall vara uppfyllt,
3. det procenttal som skall gälla för kassakravet och hur detta skall beräknas,
4. i vad mån inneliggande kassa får medräknas för uppfyllande av kassakravet,
5. i vad mån undantag från placeringarna eller förbindelserna får göras.

Utlåningsreglering

10 § Med utlåningsreglering avses att ett högsta belopp (maximibelopp) fastställs för

1. disponerad utlåning,
2. beviljad men ej disponerad utlåning,

3. garantiförbindelser som är knutna till kreditgivning, eller för
4. värdet av egendom, som finansbolag eller annan för att medverka till finansiering upplåter till nyttjande (leasingobjekt) sedan ett förordnande om utlåningsreglering har trätt i kraft.

Med utlåning jämställs likvider för fordringar som finansbolag eller annan förvärvar för att medverka till finansiering.

Med utlåning kan jämställas utbjudande av obligationer, förlagsbevis eller andra för den allmänna rörelsen avsedda skuldebrev. Detta gäller ej riksgäldskontoret eller om den slutlige låntagaren är kreditinstitut som omfattas av utlåningsreglering.

11 § Riksbanken fastställer för en viss beräkningstidpunkt eller för en viss beräkningsperiod ett maximibelopp enligt 10 § i förhållande till utlåningens eller garantiförbindelsernas storlek eller leasingobjektens värde vid en viss tidpunkt eller på annat sätt. Därvid får riksbanken ge skilda regler för utlåning eller garantiförbindelser avseende olika kreditslag eller för olika slags leasingobjekt.

Placeringskrav

12 § Med placeringskrav avses att kreditinstituts prioriterade placeringar vid en beräkningstidpunkt skall utgöra en viss andel av institutets totala placeringar eller att förändringen under en beräkningsperiod av sådana prioriterade placeringar skall utgöra en viss procent av förändringen av de totala placeringarna.

13 § Riksbanken anger

1. vilka placeringar som är prioriterade,
2. den beräkningstidpunkt eller den beräkningsperiod då placeringskravet skall vara uppfyllt,
3. det procenttal som skall gälla för placeringskravet,
4. hur underlaget för beräkningen av placeringskravet skall bestämmas.

Räntereglering

14 § Med räntereglering avses att högsta ränta eller högsta genomsnittliga ränta fastställs för utlåning av pengar. Sådan reglering omfattar ej ränta som fastställts i särskild ordning eller som beräknas enligt särskilda bestämmelser.

Med ränta likställs varje annan gottgörelse, som utgör ersättning vid lån av pengar.

Uppgiftsskyldighet m. m.

15 § Kreditinstitut skall efter anmodan av riksbanken lämna de uppgifter som riksbanken anser nödvändiga för att bedöma om kreditpolitiskt medel behöver användas eller för att tillämpa meddelat förordnande.

Har uppgift enligt första stycket ej lämnats inom föreskriven tid, får riksbanken vid vite förelägga kreditinstitutet att fullgöra uppgiftsskyldigheten.

Särskild avgift

16 § Kreditinstitut, som åsidosätter föreskrift som meddelats med stöd av förordnande enligt denna lag, skall till statsverket erlägga särskild avgift.

Fråga om särskild avgift prövas av riksbanken.

17 § Särskild avgift skall utgöra, vid åsidosättande av föreskrift i fråga om

1. kassakrav, ett belopp som svarar mot ränta på underskottet för tiden från föregående beräkningstidpunkt eller, om tidigare beräkning ej skett, från det föreskriften trätt i tillämpning eller för beräkningsperioden, varvid räntesatsen för år får uppgå till högst tre gånger riksbankens diskonto,
2. utlåningsreglering, ett belopp som för tiden från föregående beräkningstidpunkt eller, om en tidigare beräkning ej skett, från det föreskriften trätt i tillämpning eller för beräkningsperioden svarar mot ränta på det belopp med vilket utlåningen, garantiförbindelserna eller leasingobjektens värde överskridit den fastställda gränsen, varvid räntesatsen för år får uppgå till högst tre gånger riksbankens diskonto,
3. placeringskrav, ett belopp som svarar mot ränta på underskottet för tiden från föregående beräkningstidpunkt eller, om en tidigare beräkning ej skett, från det föreskriften trätt i tillämpning eller för beräkningsperioden, varvid räntesatsen för år får uppgå till högst tre gånger riksbankens diskonto,
4. räntereglering, två gånger det belopp med vilket räntan avvikit från den ränta som skulle ha utgått enligt fastställd räntesats.

Vid tillämpning av första stycket 1–3 får utjämning ske mellan över- och underskott vid olika beräkningstidpunkter eller under två eller flera beräkningsperioder och räntan beräknas på det genomsnittliga underskottet.

18 § Föreligger särskilda skäl får avgiften nedsättas eller efterges.

Straff m. m.

19 § Den som uppsåtligen eller av grov oaktsamhet lämnar oriktig uppgift i samband med fullgörande av skyldighet enligt 15 § dömes till böter, om gärningen ej är belagd med straff i brottsbalken.

I ringa fall dömes ej till ansvar.

20 § Mot riksbankens beslut att förelägga vite eller bestämma särskild avgift får talan föras genom besvär hos regeringsrätten. Talan mot riksbankens beslut i övrigt enligt denna lag får föras genom besvär hos regeringen.

Riksbankens beslut har omedelbar verkan om ej annat beslutas.

Denna lag träder i kraft den
och gäller till den

2 Kreditpolitikens utformning under efterkrigstiden

Den svenska kreditpolitiken har under efterkrigstiden haft starka reglerande inslag; ett medel som operationer på öppna marknaden har t. ex. i egentlig bemärkelse inte använts sedan början av 1950-talet. Riksbanken har sålunda inte ansett de traditionella, marknadskonforma, medlen vara tillräckliga, utan utnyttjat ett brett spektrum av regleringar. Dessa, som har avsett såväl priser (räntor) som omsatta kvantiteter, har tillgripits både i form av legalt bindande föreskrifter och som överenskommelser mellan riksbanken och olika kreditinstitut eller rekommendationer från riksbanken.

Kreditpolitikens utformning kan naturligtvis inte betraktas isolerat. Syftet med detta kapitel är att mot bakgrund av övrig ekonomisk politik och ekonomisk-politiska målsättningar ge en översiktlig beskrivning av den svenska kreditpolitikens uppläggning under efterkrigstiden. En viktig fråga är vilken roll förekomsten av andra mål än stabiliseringspolitiska spelat för penningpolitikens uppläggning. En annan fråga är vad som har styrt riksbankens val av penning- och kreditpolitiska medel vid olika tidpunkter. Framför allt är vi där intresserade av vad som föranlett användandet av regleringar av olika slag. Innan vi går in på historieskrivningen ska vi kortfattat beskriva riksbankens olika styrmedel. Vi väljer att dela in dessa i tre huvudgrupper: marknadskonforma, direkt reglerande och informella styrmedel.

2.1 Riksbankens styrmedel

2.1.1 Definitioner

Den populära diskussionen av ekonomisk politik i allmänhet, och kreditpolitik i synnerhet, präglas av en viss begreppsförvirring. Utredningen har valt att som de två motpolerna behandla reglerande politik och marknadskonform politik. Ett måhända vanligare begreppspar, som ofta används med snarlik innebörd, är selektiv kontra generell politik.[1] Det kan därför vara på sin plats att ange hur vi har valt att definiera dessa begrepp.

Med *marknadsreglerande* menar vi en politik som genom regleringar förhindrar att jämvikt mellan utbud och efterfrågan etableras på vissa marknader, t. ex. genom föreskrifter för kreditinstitutens portföljsammansättning. En sådan politik kan i princip ha endera av två former: prisreglering eller kvantitetsreglering. En reglering innebär i allmänhet att en ransone-

[1] Det finns dessutom en tradition att låta penningpolitik beteckna en generell eller marknadskonform politik, medan kreditpolitik står för en politik med reglerande eller selektiva inslag. Vi använder emellertid genomgående penning- och kreditpolitik som synonymer.

ringssituation uppstår. Viljan att betala, t. ex. ränta för ett lån, kommer då att ersättas av något annat kriterium för fördelning av resurser. I motsats till regleringar står en *marknadskonform* politik där priser och kvantiteter får anpassa sig efter förhållandena på marknaden.

Med *selektiv* politik brukar menas en politik där vissa typer av företag, hushåll, varor, produktionsfaktorer osv. särbehandlas. Motsatsställningen mot en *generell* politik, där alla i någon bemärkelse behandlas lika, är med nödvändighet synnerligen flytande. Enligt en snäv tolkning skulle med selektiv politik menas att varje enskilt fall specialbehandlas. Begreppet ger då associationer till "förhandlingsekonomi". Särbehandling enligt allmänt tillämpliga regler, t. ex. regionalt varierade arbetsgivaravgifter, skulle enligt en sådan tolkning räknas som generell politik. Enligt en annorlunda gränsdragning skulle den senare sortens politik klassas som selektiv (termen "bredselektiv" har också förekommit). Odifferentierade arbetsgivaravgifter blir däremot enligt nästan varje gränsdragning generella, trots att de ju har ett selektivt drag genom att de skiljer ut lönekostnader från andra kostnader. Dessa definitionsproblem försvårar användningen av begreppen selektiv och generell.

I ekonomisk-politisk litteratur används ofta begreppsparen selektiv-generell och reglerande-marknadskonform praktiskt taget synonymt. Anledningen till detta torde vara att regleringar i praktiken oftast leder till en politik med selektiva inslag. Om t. ex. räntan regleras måste krediter fördelas efter andra kriterier. I princip kan dessa utformas som generella regler, t. ex. kötid, men i praktiken görs ofta någon form av individuell prövning. Det kan också vara så att selektiviteten är utgångspunkten; myndigheterna önskar kanalisera krediter till vissa sektorer och använder regleringar som ett medel för detta. Denna sammanblandning av begrepp med olika innebörd är dock olycklig. För våra syften är det regleringar kontra marknadskonformitet som är den intressanta distinktionen.

Vi kan nu klassificera de olika kreditpolitiska medel som använts i Sverige under efterkrigstiden. De viktigaste marknadskonforma medlen är diskontopolitik, dvs. variationer i de räntevillkor som riksbanken (diskonto och straffränta) och riksgäldskontoret (inlåningsränta) tillämpar gentemot bankerna, samt öppna marknadsoperationer i obligationer och andra värdepapper. Observera att det här rör sig om medel som tillämpas på marknader där riksbanken är en av aktörerna. Det är då självfallet förenligt med marknadskonformitet att riksbanken t. ex. bestämmer sig för att hålla en viss marknadsränta.

Det förekommer idag knappast i något land att centralbanken uteslutande arbetar med rent marknadskonforma kreditpolitiska medel. Även i länder som följer en utpräglat marknadskonform ekonomisk politik – t. ex. USA, England och Schweiz – används oftast ett medel som med en strikt definition måste betecknas som reglerande, nämligen någon motsvarighet till vad som i Sverige kallas kassakrav. Detta innebär att banker och andra kreditinstitut åläggs att hålla en viss minsta andel av sin inlåning i form av checkräkning i riksbanken eller som inneliggande kassa. Att kassakrav på detta sätt vanligen uppfattas som en del av en marknadskonform politik sammanhänger med att centralbanken har monopol på utgivandet av s. k. baspengar, dvs. summan av allmänhetens sedelinnehav och bankernas kassareserver. Kassakrav å ena

sidan och diskontopolitik/öppnamarknadsoperationer å den andra kan då ses som olika tekniker för att utöva denna monopolmakt, utan att skillnaden behöver ha någon större reell betydelse. Kassakrav ingår därför traditionellt som en beståndsdel i den marknadskonforma kreditpolitik som utredningen diskuterar i kapitel 5.

De reglerande medlen blir då övriga av riksbanken använda styrmedel, nämligen likviditetskrav, allmän placeringsplikt, särskild placeringsplikt, utlåningsreglering, räntereglering och emissionskontroll. De har alla det gemensamt att de reglerar utbud, efterfrågan eller ränta på finansiella marknader där riksbanken antingen i stort sett inte agerar alls – t. ex. marknaden för banklån – eller är en av flera agenter – t. ex. marknaden för obligationer.

2.1.2 Marknadskonforma styrmedel

Av de medel som vi hänfört till en marknadskonform politik finns kassakrav upptaget i den lag som ger föreskrifter om användningen av övriga reglerande medel (se nästa avsnitt). De andra medel som ingår i en marknadskonform politik kan däremot hanteras fritt av riksbanken utan särskilda inskränkningar. Dessa medels verkningssätt beskrivs mer utförligt i kapitel 5, men en skissartad framställning kan behövas redan här.

Varje bank har rätt att låna ett visst belopp, idag motsvarande halva sitt egna kapital, till *diskontot* i riksbanken. Den bank som vill låna mer än så får betala *straffränta* för den överskjutande delen. Genom variationer i diskonto och straffränta kan således riksbanken påverka bankernas villighet att uppta lån i riksbanken, vilket i sin tur påverkar deras benägenhet att expandera sin utlåning. Självklart påverkas även bankernas räntesättning.

Kassakravet, vars konstruktion beskrivs i nästa avsnitt, innebär att riksbanken föreskriver för bankerna att ett visst belopp av bankernas kassa skall låsas på konto i riksbanken. Härigenom begränsas direkt bankernas möjligheter att låna ut pengar. Samtidigt innebär ett höjt kassakrav att bankernas behov av upplåning i riksbanken ökar. En ökande del av denna upplåning kan därför komma att ske till straffränta. Härigenom påverkas räntan på bankernas storinlåning vilken har stor betydelse för de korta kapitalflödena in i och ut ur landet.

Ett annat medel är *operationer på öppna marknaden.* Dessa innebär att riksbanken agerar på marknaden genom att köpa värdepapper av eller sälja värdepapper till allmänheten. Härigenom kan riksbanken direkt påverka den utestående mängden betalningsmedel i ekonomin. Detta kommer också att påverka ränteläget; för att sälja obligationer måste riksbanken t. ex. erbjuda en högre ränta. Samma effekter som med öppna marknadsoperationer kan under vissa omständigheter uppnås genom statsskuldspolitik, dvs. variationer i villkoren och förläggningen i tiden av statspappersemissioner. Detta förutsätter emellertid att nya emissioner görs tillräckligt ofta. Marknadsinterventioner görs också i utländsk valuta. Sverige har under hela efterkrigstiden haft en fast eller styrd växelkurs. Härigenom har omfattningen av de nödvändiga marknadsinterventionerna på valutamarknaden kommit att bestämmas.

2.1.3 Direkta regleringar

De direkta regleringarna på den svenska kreditmarknaden är av två slag. Dels regleras sedan mitten av 1970-talet riksbankens kreditpolitiska medel av Lagen om kreditpolitiska medel (LKM) (SFS 1974:922),[1] dels har sedan början av andra världskriget en valutareglering varit i kraft.

2.1.3.1 Kreditpolitiska medel

De medel som regleras av LKM är likviditetskrav, kassakrav, utlåningsreglering, emissionskontroll, allmän placeringsplikt, särskild placeringsplikt och räntereglering. Ett första faktum att hålla i minnet är att LKM är en fullmaktslag: "Om det behövs för att uppnå de mål som fastställts för riksbankens penningpolitiska verksamhet, kan regeringen på framställning av fullmäktige i riksbanken förordna att riksbanken får använda kreditpolitiskt medel". (3 §) Vidare behandlar lagen inte alla medel likformigt. Utlåningsreglering, placeringsplikt och räntereglering får användas endast om "synnerliga skäl" föreligger. Förordnanden om utlåningsreglering eller räntereglering skall dessutom vara tidsbegränsade till högst ett år. Från 1974 omfattade lagen bankinstitut, försäkringsinstitut, jordbrukskassor, kreditaktiebolag samt vissa hypoteksinstitutioner. Fr. o. m. 1980 har den utökats så att den även kan tillämpas på finansbolag. Nedan ges en kort beskrivning av de medel som finns upptagna i lagen.

Likviditetskrav uttrycker relationen mellan å ena sidan ett bankinstituts likvida medel, och å andra sidan dess inlåning och övriga förbindelser. Som likvida medel skall enligt lagen alltid räknas alla statspapper och bostadsobligationer. Härutöver har riksbanken stor frihet att bestämma vilka poster som ska ingå såväl i kvotens nämnare som i dess täljare. Likviditetskravet kan enligt LKM sättas till högst 50 procent. Speciella regler gäller dock härvid för Sparbankernas bank och Föreningsbankernas bank. Likviditetskrav har förekommit i stort sett kontinuerligt sedan 1950-talet. Under 1981 och 1982 har de stipulerade kvoterna för de stora affärsbankerna kommit mycket nära det lagstadgade taket.

Med *kassakrav* avses kvoten mellan å ena sidan medel som innestår på checkräkning i riksbanken samt inneliggande kassa och å andra sidan inlåningen och vissa andra förbindelser. Kassakravet kan endast tillämpas för bankinstitut. Inneliggande kassa ingick inte ursprungligen i kvotens täljare men medtages numera i syfte att av säkerhetsskäl nedbringa sedeltransporterna mellan bankkontoren och riksbanken. Kassakrav har använts flitigt främst på senare år.

Utlåningsreglering kan avse bankinstitut och finansbolag. Den innebär att ett maximibelopp fastställes för utlämnade lån, beviljade men ej utlämnade lån eller för garantiförbindelser som är knutna till kreditgivning. Häri ingår således inte obligationsförvärv. Sådan reglering har förekommit under större delen av efterkrigstiden, periodvis med formellt stöd av lagen och dessemellan som rekommendationer. Den kan begränsas till utlåning för vissa ändamål. Riksbankens föreskrifter har genomgående avsett s. k. övrigutlåning, dvs. exkluderat byggnadskreditiv. Vidare har man på senare år undantagit i utlandet refinansierade krediter. Härtill har bankerna

[1] Den fullständiga lagtexten presenteras i bilaga 1.

uppmanats att prioritera utlåning till näringslivet framför utlåning till hushållen.

Med *emissionskontroll* avses att obligationer eller andra för den allmänna rörelsen avsedda värdepapper inte får utges utan tillstånd av riksbanken. Denna bestämmelse gäller för alla företag och kreditinstitut. Enda undantaget är emissioner av statspapper genom riksgäldskontoret. För kreditinstitut omfattas även andra skuldebrev bortsett från inlåning på bankräkning. Riksbanken har utövat emissionskontroll kontinuerligt sedan början av 1950-talet, även om LKM aldrig varit i kraft på denna punkt.

Allmän placeringsplikt innebär att ökningen under en viss period av bankinstituts eller försäkringsinstituts prioriterade placeringar skall utgöra antingen en viss andel av ökningen av institutets totala placeringar eller, i fråga om bankinstitut, en viss andel av institutets totala placeringar. Prioriterade tillgångar är sådana som tillgodoser behovet av långsiktig kredit åt staten eller för bostadsbyggande enligt anvisningar från riksbanken. Detta medel är besläktat med likviditetskravet. Det skiljer sig genom att ange krav på *ökningen* av de prioriterade placeringarna, medan likviditetskrav avser de *totala* placeringarna. Allmän placeringsplikt har tillämpats på försäkringsbolag men inte på bankinstitut.

Med *särskild placeringsplikt* avses skyldighet för bankinstitut att lämna byggnadskredit för särskilt angivet byggnadsprojekt. Medlet har inte tillämpats. Problemen med kreditgivning till bostadsbyggandet har hanterats genom överenskommelser inom delegationen för bostadsfinansiering.

Räntereglering, som kan riktas mot alla kreditinstitut, innebär att högsta eller lägsta ränta fastställes för inlåning eller att högsta ränta fastställes för utlåning. Regleringen av bankernas inlåningsräntor upphävdes 1978. Utlåningsräntorna, räknade som ett genomsnitt över olika lånekategorier, är dock fortfarande reglerade. Försäkringsbolagens utlåningsräntor var reglerade till årsskiftet 1981/82.

Två aspekter av de medel som regleras av LKM förtjänar att framhållas. För det första har flera av dessa medel tillämpats långa perioder utan att lagen formellt har satts i kraft. Vi diskuterar närmare hur denna informella styrning verkar i avsnitt 2.1.4. För det andra kan de medel som finns upptagna i lagen endast riktas mot delar av de svenska kreditmarknaderna. Den kreditförmedling som sker på den oreglerade delen av marknaden är väl så stor som den totala kreditförmedlingen på den reglerade delen. Se närmare avsnitt 3.3.

2.1.3.2 Valutaregleringen[1]

Från det att den infördes vid krigsutbrottet och fram till slutet av 1950-talet var valutaregleringen i grunden ett ransoneringssystem. Konvertibiliteten var begränsad och utrikeshandeln skulle i huvudsak balanseras mot varje enskilt land. Sedan full konvertibilitet genomförts för de viktigaste valutorna och i takt med att den internationella kreditgivningen utvecklats har valutaregleringen kommit att användas som ett stabiliseringspolitiskt instrument med en i huvudsak oförändrad lagstiftning.

Grundprincipen för valutaregleringens tillämpning är att restriktioner läggs såväl på *finansiella* kapitalrörelser mellan Sverige och utlandet som på

[1] Valutaregleringen behandlas utförligt i SOU 1980:51, Valutareglering och ekonomisk politik.

uppbyggnad av svenska finansiella fordringar och skulder i utlandet och motsvarande för utlänningar gentemot Sverige. Det innebär att man i princip kräver att kapitalrörelser och skulder och fordringar ska ha en *real* bakgrund i form av handelstransaktioner eller direktinvesteringar. Det stabiliseringspolitiska huvudsyftet härmed är att minska utrymmet för kapitalflöden till följd av avkastningsskillnader eller förväntningar om växelkursändringar.

Valutaregleringens uppbyggnad och tillämpning är komplex och svåröverskådlig med stora inslag av detaljgranskning av enskilda ansökningar om valutatillstånd. Detta förklaras till stor del av ambitionen att i praktiken skilja mellan finansiella transaktioner, som i flertalet fall är förbjudna, och kapitalrörelser med en real bakgrund, vilka i allmänhet är tillåtna. Exempel på detta är krav på "normala" betalningsvillkor i samband med handelskrediter och förbud mot "onormala" fonderingar i utländska dotterbolag.

Ett viktigt undantag från grundprincipen om förbud mot finansiella transaktioner är, sedan 1974, en liberal tillståndsgivning för medel- och långfristig upplåning utomlands. Tillstånden kombineras vanligen med föreskrifter om minsta löptid, oftast fem år, och förbud mot förtida återbetalning. Likaså ställs krav på utlandsfinansiering regelmässigt i samband med direktinvesteringar och stora långfristiga handelskrediter. Genomgående i dessa fall krävs att lånen ska tas upp i utländsk valuta. Kapitalexport i form av försäljning av värdepapper i svensk valuta, t. ex. aktier, har i allmänhet varit förbjuden. På senare år har dock riksbanken medgett viss aktieförsäljning till utlandet.

Medan praxis vad gäller svensk utlandsupplåning således numera är liberal, och vissa former av utlandslån t. o. m. uppmuntras, tillämpas förbudet mot utländsk upplåning i Sverige relativt strikt.

I punktform kan valutaregleringens huvudelement sammanfattas som:

- Valuta får av annan än valutabank endast köpas eller säljas för transaktioner som är medgivna i valutaföreskrifterna.
- Förbud råder mot finansiell utlåning till valutautlänning, liksom mot finansiella placeringar i utlandet (med vissa undantag).
- Finansiell upplåning i utlandet medges företag enligt liberal praxis, men förtida återbetalning medges icke.
- Valutautlänning medges inte göra finansiella placeringar i kronor i Sverige.
- Valutaregleringen avses ej uppställa hinder mot betalningar eller leverantörskreditgivning på normala villkor vid export och import. Finansiering utomlands av handelsutbyte på normala villkor medges regelmässigt.
- Prövningen av direktinvesteringar går i praktiken i huvudsak ut på att kontrollera att det inte är fråga om förtäckta portföljinvesteringar. Utlandsfinansiering krävs regelmässigt för tillstånd.

Genom att handelskrediter av olika slag i praktiken inte omfattas av valutaregleringen är en stor del av de internationella kapitalrörelserna oreglerade. Genom att utsträcka eller förkorta löptiden för sådana krediter kan betydande flöden uppstå till följd av avkastningsskillnader eller förväntningar om valutakursändringar. Däremot utgör valutaregleringen ett hinder för snabba omflyttningar av hushållens och företagens finansiella tillgångar mellan svensk och utländsk valuta. Härigenom bör den kunna

bidra till en viss, åtminstone kortsiktig, autonomi för den svenska kreditpolitiken. Hur stor denna kan bedömas vara diskuteras i avsnitt 3.4.

En viktig konsekvens av valutaregleringen är att de svenska bankerna inte kan komma runt en eventuell inhemsk reglering genom att flytta ut verksamheten utanför landets gränser. På så sätt kan den sägas vara en nödvändig betingelse för att de medel som anges i LKM skall kunna ha effekt. Den framtida utformningen av valutaregleringen kommer att behandlas i valutakommitténs (E 1977:85) betänkande.

2.1.4 Den informella styrningen

I Sverige, liksom i de flesta andra västeuropeiska länder, påverkar centralbanken bankernas kreditgivning och övriga agerande genom informella åtgärder, som tar sig uttryck i råd, anvisningar och rekommendationer. Man kan också tänka sig att det träffas direkta överenskommelser mellan kreditinstituten och riksbanken. Sådan informell styrning har kontinuerligt ägt rum alltsedan slutet av 1940-talet. Direkta överenskommelser förekom i början av perioden, men har senare i huvudsak försvunnit. Ett undantag är de årliga överenskommelserna inom delegationen för bostadsfinansiering.

Det viktigaste instrumentet för styrningen är numera de sammanträden som riksbanksledningen månatligen håller med cheferna för affärsbankerna samt separat med representanter för sparbankerna och föreningsbankerna. Där går man bl. a. igenom den av riksbanken sammanställda kreditmarknadsstatistiken. Denna statistik, som före sammanträdet tillställts bankerna, visar utvecklingen av valutareserven, valutabankernas ställning gentemot utlandet, bankernas likviditetskvoter och, på ett detaljerat sätt, bankernas kreditgivning. På senare tid har också penningmängdens utveckling redovisats. Statistiken för affärsbankerna visar inte bara totalsiffror, utan ger också individuella uppgifter för de enskilda bankerna. Statistik av likartat slag sammanställer riksbanken för övriga institut på kreditmarknaden. Härigenom har man en naturlig utgångspunkt för diskussioner med de olika institutsgrupperna eller vid underhandskontakter med enskilda institut. Det nuvarande systemet har vuxit fram successivt. Statistiken har undan för undan blivit mer omfattande och när det gäller de mindre institutsgrupperna har kontakter blivit vanliga först under senare tid.

Den informella styrningen går i princip så till att riksbankschefen och representanter för riksbanksledningen i anslutning till genomgången av statistiken uttalar sig om ifall de anser att den observerade utvecklingen är tillfredsställande och, om så inte skulle vara fallet, vilka förväntningar de har beträffande institutens agerande i framtiden. Den centrala målvariabeln har vid dessa sammanträden varit utlåningen och särskilt den s. k. övriga utlåningen, dvs. total utlåning till allmänheten exklusive byggnadskrediter. På senare år har även i utlandet refinansierad utlåning undantagits. Det innebär att det i varje fall under hela 60-, 70- och 80-talen funnits rekommendationer från riksbankens sida rörande den lämpliga ökningen av bankernas kreditgivning under det närmaste halvåret, året el. dyl. Sådana rekommendationer har även funnits under perioder då riksbanken i realiteten inte haft någon bestämd uppfattning. Detta har emellertid inte lett

till att riksbanken uttryckligen angivit att nu gäller inte rekommendationen längre, utan att man förbigått den med tystnad. Härigenom har riksbanken hela tiden kunnat befinna sig i den situationen att man kunnat återuppliva sina gamla rekommendationer om läget kärvat till sig.

Det finns flera skäl för kreditinstituten att vara följsamma inför riksbankens rekommendationer. För det första vet de att för den händelse de inte följer rekommendationerna, riskerar de att riksbanken går till regeringen och begär att formella regleringar ska kunna sättas i kraft. Detta uppfattas ibland som en nackdel. Stelheten blir större och risken för att regleringarna dröjer sig kvar onödigt länge finns också. För det andra är kreditinstituten, särskilt bankerna, också 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 kan också förtjäna påpekas att även under perioder när rekommendationerna inte omnämns av riksbanken eller har en mera vag karaktär, kan de ändå påverka kreditinstitutens agerande. Dessa har nämligen vant sig vid att de "lätta" kreditperioderna som regel blir kortvariga och att man snart återigen är inne i restriktionstider. De restriktioner som då införs kommer att materialisera sig i procenttal, som är grundade på något basvärde som ligger relativt långt tillbaka i tiden. Det gäller därför att hela tiden manövrera så att man inte vid införandet av hårdare rekommendationer hamnar i ett besvärligt läge.

På detta sätt kan man säga att en form av utlåningsreglering, som dock inte alltid utgjort någon bindande begränsning för berörda kreditinstitut, har varit i kraft under större delen av efterkrigstiden, trots att de perioder då riksbanken formellt har tillämpat utlåningsreglering genom att sätta den kreditpolitiska lagstiftningen i kraft har varit korta. Samma gäller för andra regleringar. LKM har t. ex. aldrig tillämpats för den emissionskontroll som riksbanken har bedrivit, och ränteregleringen mot bankerna förekom från mars 1974 till april 1980 utan någon formell användning av lagen. Slutsatsen av detta är att den lista över kreditpolitiska ingrepp, baserad på riksbankens kalendarium, som presenteras i appendix till detta kapitel ger en något missvisande bild av omfattningen av de reglerande inslagen i den svenska kreditpolitiken.

2.2 En översikt över kreditpolitiken under efterkrigstiden[1]

De allmänna målen för den ekonomiska politiken brukar traditionellt delas in i stabiliseringspolitiska, allokeringspolitiska och fördelningspolitiska. En typisk formulering av dessa primära mål återfinns t. ex. i 1982 års finansplan:[2] låg inflationstakt, full sysselsättning, god tillväxt, rättvis inkomstfördelning och regional balans. Som synes är målen mycket oprecisa och om konflikter skulle uppstå mellan uppfyllelse av de olika målen – hur de

[1] För en detaljerad genomgång av kreditpolitiken efter 1960 med inriktning på valutaregleringens roll, se P-A Ström, Kreditpolitik och valutareglerande åtgärder, SOU 1980:51, kap. 8.

[2] Prop. 1981/82:100, Bilaga 1, s. 13.

nu uppfattas – så innehåller inte 1982 års upplaga, lika lite som tidigare finansplaner, något försök till prioritering mellan de olika målen. I den mån sådana medvetna prioriteringar förekommit, får de snarare utläsas indirekt ur den politik som förts.[1] Förutom de ovan nämnda övergripande målen för den ekonomiska politiken i dess helhet kan också formuleras mer handgripliga delmål för penningpolitiken. Sådana mål kan avse en viss nivå på växelkursen och/eller valutareserven, ränteutvecklingen, penningmängdens eller kreditvolymens ökningstakt osv. Uppfyllelse av dessa mål kan leda till eller underlätta uppfyllande av de primära målen. Den roll som sådana s. k. intermediära mål för penningpolitiken kan spela i en stabiliseringspolitisk strategi diskuteras närmare i kapitel 5.

I den följande framställningen ska vi försöka urskilja vilka mål, såväl slutliga som intermediära, den svenska kreditpolitiken har försökt uppfylla under efterkrigstiden. En viktig fråga är också vilka faktorer som synes ha varit avgörande för riksbankens val av medel, framför allt i avvägningen mellan marknadskonforma och reglerande medel. Vi har låtit framställningen styras av en allmänt formulerad hypotes, nämligen att det i första hand är stabiliseringspolitiska mål som har bestämt kreditpolitikens inriktning och styrka, men att andra mål lagt restriktioner på användningen av medel. Mer konkret kan detta uttryckas som att förändringar i politiken har motiverats utifrån stabiliseringspolitiska mål, men att en ovilja att acceptera kraftiga räntesvängningar har gjort riksbanken benägen att särskilt använda regleringar i samband med kraftiga åtstramningar.

2.2.1 Lågräntepolitiken 1945–55

Synen på de ekonomisk-politiska medlen har genomgått dramatiska förändringar under 1900-talet, såväl bland akademiska ekonomer som bland ekonomisk-politiska beslutsfattare. Under guldmyntfotens dagar var den fasta guldpariteten det överskuggande mål som all ekonomisk politik skulle underordnas. Både i teori och praktik uppnåddes detta framför allt via diskontopolitik – guldutflöden parerades med diskontohöjningar och inflöden med diskontosänkningar. Denna syn ändrades helt under intryck av 30-talsdepressionens krispolitik och den "keynesianska revolutionen". Den fulla sysselsättningen blev nu det främsta målet. Den allmänna doktrinen blev att penningpolitiken som stabiliseringspolitiskt instrument var relativt verkningslös och finanspolitiken övertog penningpolitikens dominerande roll. Detta avspeglas också i den inriktning penningpolitiken kom att få under de första efterkrigsåren. Huvudmålet blev att förhindra kraftiga räntesvängningar och att stabilisera den långa räntan på en låg nivå, ca 3 procent för långa statspapper. Diskontot sattes i februari 1945 till 2,5 procent. Se diagram 2.1.

Förutom penningpolitikens ineffektivitet som stabiliseringspolitiskt instrument motiverades lågräntepolitiken med en rad negativa effekter av höga och variabla räntor: inkomstfördelningseffekter, räntekostnader för statsskulden, räntehöjningars genomslag på hyror och jordbrukspriser samt verkningar på investeringarna. Kreditpolitiken inriktades alltså främst mot allokerings- och fördelningspolitiska mål, medan stabiliseringspolitiken hamnade under finanspolitikens ansvarsområde.

[1] Genomgångar av målutvecklingen finns t. ex. i Erik Lundberg: Mångfald och förvirring – den ekonomiska politikens målutveckling, Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift 1/1976, Assar Lindbeck: Svensk Ekonomisk Politik, Aldus 1975 samt Johan Myhrman och Hans Tson Söderström: Svensk stabiliseringspolitik. Erfarenheter och nya villkor i Bo Södersten (red.): Svensk Ekonomi, Rabén & Sjögren 1982.

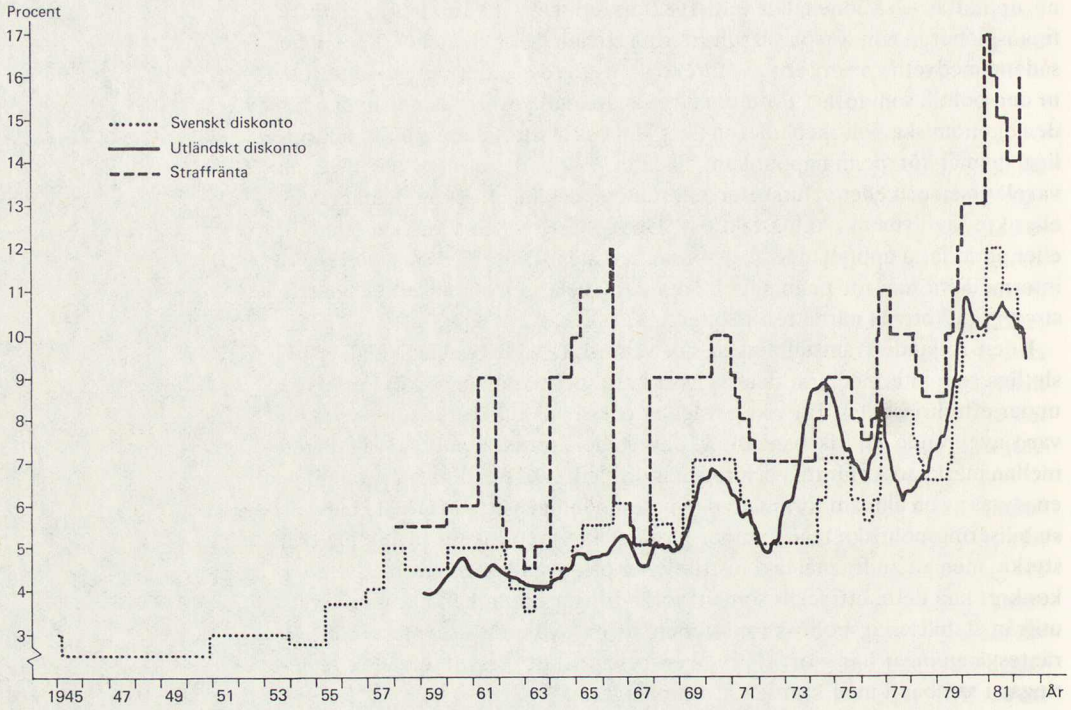


Diagram 2.1 Diskonto i Sverige och OECD samt svensk straffränta

Anm: Det utländska diskontot avser fram till 1976 OECD-länderna, sammanvägt med de olika ländernas handel med Sverige 1971–74. Därefter avses de länder som ingår i riksbankens valutakorg.
Källa: Riksbanken

[1] Det bör påpekas att den svenska riksbanken inte har uppfattat penningmängdens utveckling som ett viktigt mål för politiken utan snarare inriktat sig på att styra bankutlåning eller den totala kreditvolymen. Icke desto mindre kan penningmängden naturligtvis vid en analys i efterhand användas som en indikator över politikens effekter. Se vidare avsnitt 3.2 och 5.3.

Efter krigsslutet mötte affärsbankerna den stora kreditefterfrågan som förelåg genom att reducera sina innehav av under kriget förvärvade statspapper. Detta tvingade riksbanken till stora stödköp för att stabilisera räntan. Från 1945 till 1948 ökade därigenom riksbankens innehav av statsobligationer från omkring 100 till ca 1 200 miljoner kronor, och bankens totala innehav av statspapper från drygt 300 till nästan 2 400 miljoner kronor. Detta var således en marknadskonform politik där riksbanken gjorde öppna marknadsoperationer i en sådan omfattning att målet för räntan kunde uppfyllas. Kraftiga valutautflöden under dessa år bidrog samtidigt till att begränsa ökningen av penningmängden vilken följde av den kreditexpansion i banksystemet som möjliggjordes genom riksbankens obligationsköp. Resultatet blev ändå att den reala likviditeten (penningmängden/BNP) kom att ligga över sitt trendvärde 1945–47,[1] Se diagram 2.2, 2.3 och 2.6

Konjunkturutvecklingen utsatte emellertid riksbankspolitiken för stora påfrestningar. Farhågor om en upprepning av första världskrigets efterkrigsdepression ledde till en expansiv politik i flertalet länder. För att hålla tillbaka de pris- och kostnadsstegringar som blev följden genomfördes i juli 1946 en revalvering av den svenska kronan. Den inhemska efterfrågeexpansionen, bl. a. till följd av den expansiva penningpolitiken, var emellertid så snabb att vi ändå fick en överhettad konjunktur med snabba pris- och lönestegringar 1947 och 1948. Se diagram 2.4 och 2.5. Denna högkonjunktur medförde tillsammans med revalveringen bytesbalansunderskott under båda dessa år. Se diagram 2.7. När så det engelska pundet devalverades 1949

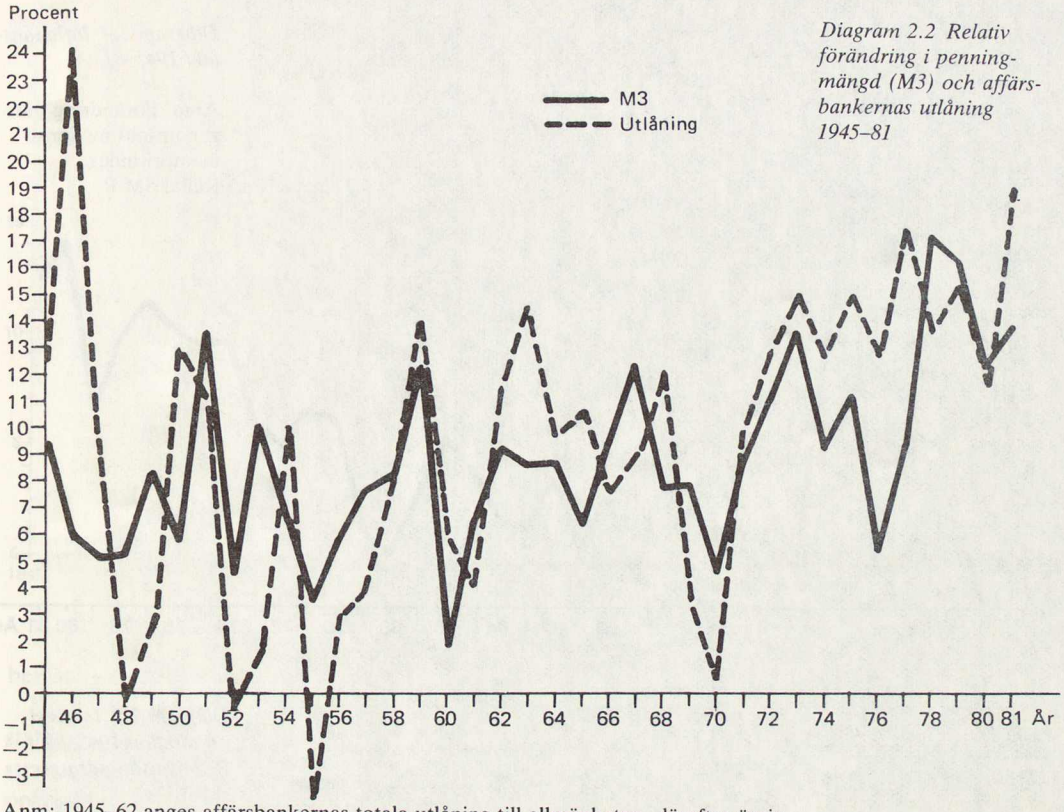


Diagram 2.2 Relativ förändring i penningmängd (M3) och affärsbankernas utlåning 1945–81

Anm: 1945–62 anges affärsbankernas totala utlåning till allmänheten, därefter övrig utlåning.
Källa: Riksbanken

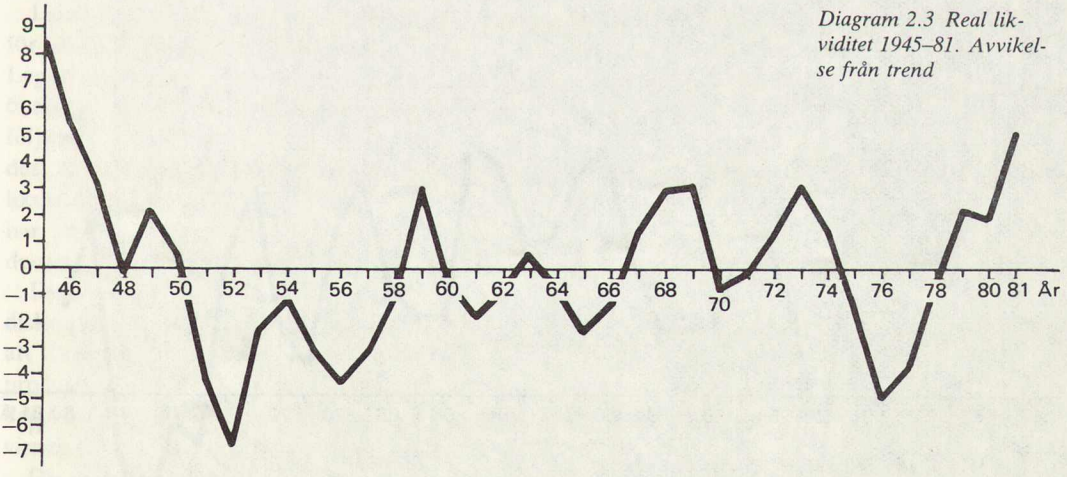


Diagram 2.3 Real likviditet 1945–81. Avvikelse från trend

Anm: Med real likviditet avses penningmängd (M3) i procent av BNP. Trenden är beräknad genom linjär regressionsanalys.
Källa: Sveriges riksbank, årsbok (penningmängden), Östen Johansson: The Gross Domestic Product of Sweden and its composition 1861–1955 (BNP 1945–49), SCB nationalräkenskaperna (BNP 1950–1981).

Diagram 2.4 Inflationstakt 1945–81

Anm: Förändring i årsgenomsnitt av konsumentprisindex.
Källa: SM P

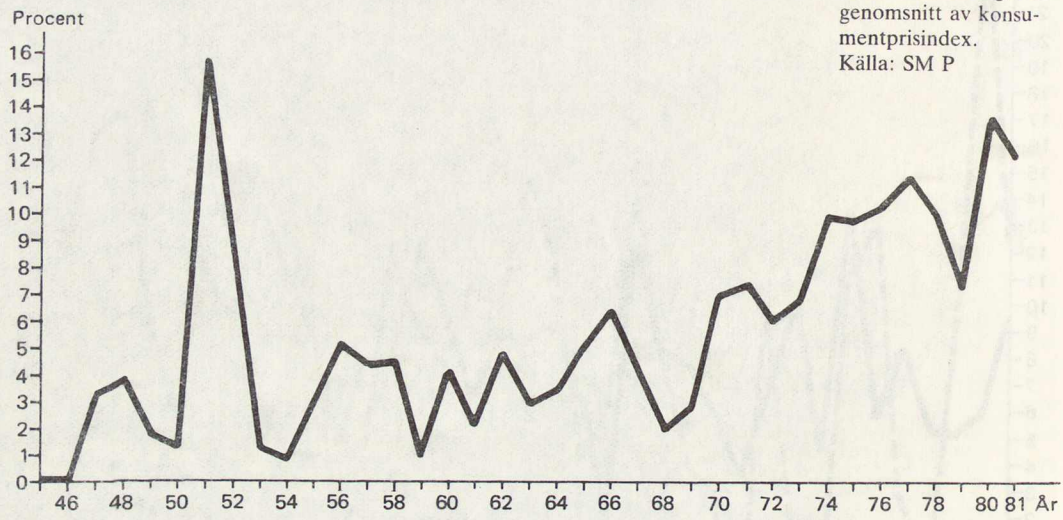
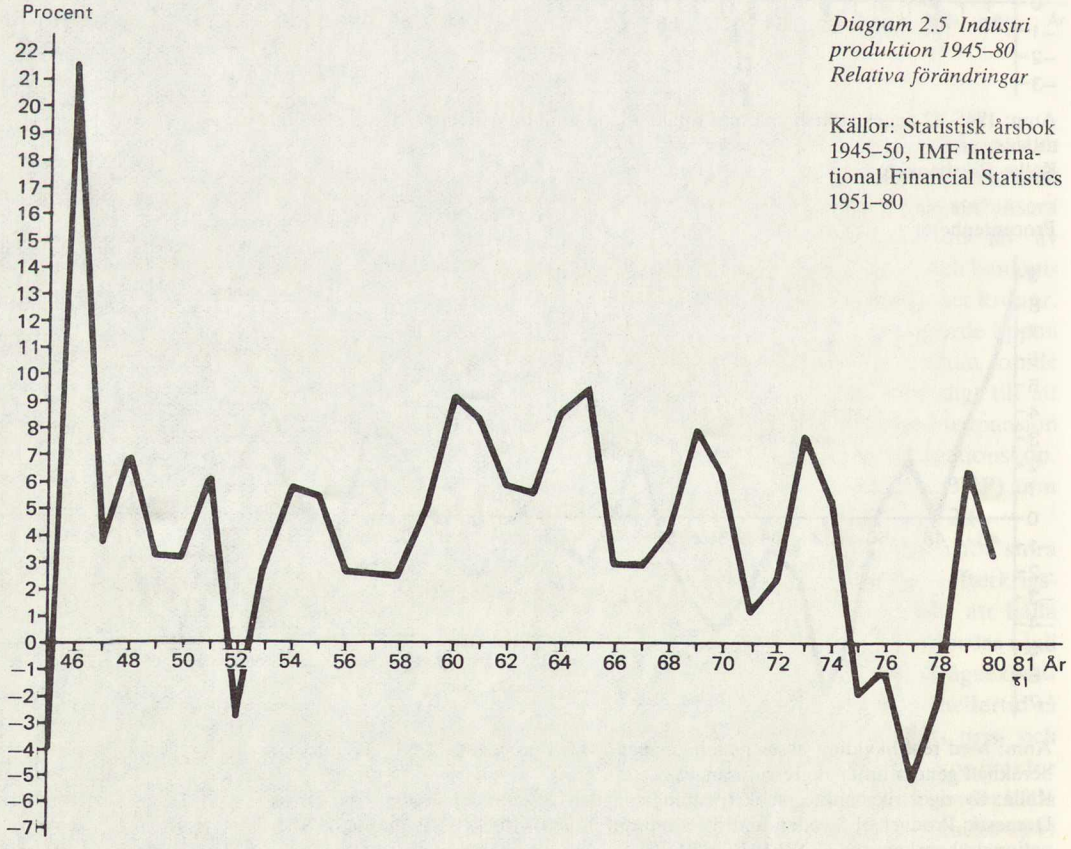


Diagram 2.5 Industriproduktion 1945–80 Relativa förändringar

Källor: Statistisk årsbok 1945–50, IMF International Financial Statistics 1951–80



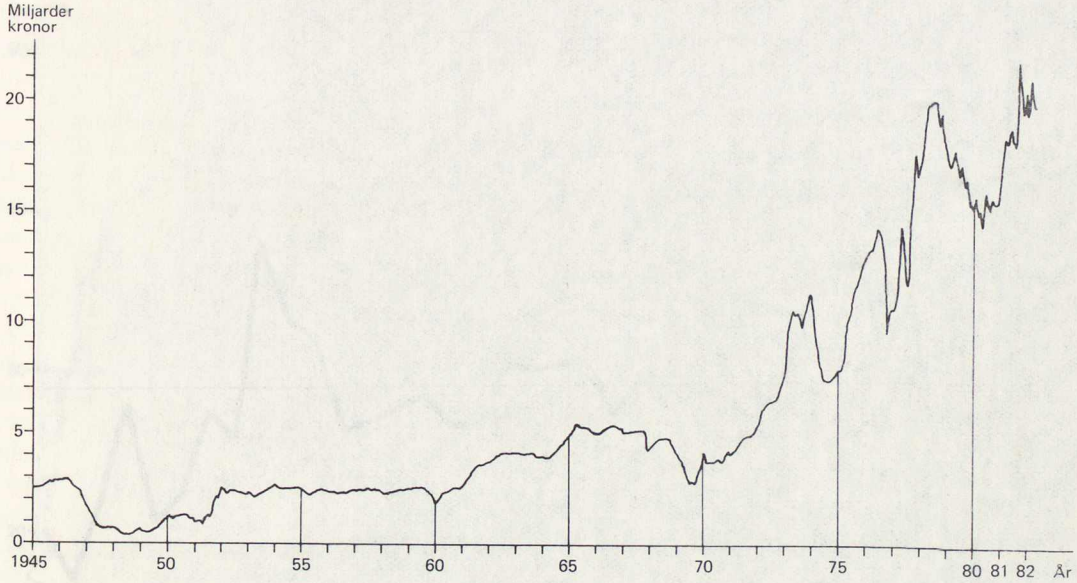


Diagram 2.6 Valutareserven 1945–82.

Källa: Sveriges riksbank. Årsbok.

beslöts att den svenska kronan skulle följa med.

Man kan hävda att riksbankspolitiken under åren direkt efter kriget ställdes inför följande dilemma: å ena sidan motiverade konjunkturläget en stram penningpolitik, å andra sidan innebar den allokerings- och fördelningspolitiskt motiverade lågräntepolitiken att riksbanken de facto kom att bidraga till en kraftig kreditexpansion. Denna motsättning kom riksbanken förutom genom öppna marknadsoperationer att försöka lösa genom överenskommelser med affärsbankerna om kassareserver och utlåningsvolym (1947, 1948 och 1950).

I december 1951 antog riksdagen en fullmaktslag rörande räntereglering för att förstärka riksbankens förhandlingsstyrka gentemot kreditinstituten. Lagen sattes aldrig i kraft. I stället träffade riksbanken året därpå en överenskommelse med kreditinstituten som för affärsbankernas del innehöll följande huvudpunkter: (1) Överenskommelsen om kassareserver upphävdes. Sådana krav kom ej att ställas igen förrän 1968. (2) Bankerna ålades likviditetskvoter. (3) Emissionskontroll infördes. Överenskommelsen innebar en skärpt kreditpolitik genom att de faktiska likviditetskvoterna vid denna tidpunkt var lägre än de överenskomna. Se diagram 2.8.

Den strikta lågräntepolitiken kom till ett definitivt slut i april 1955 när diskontot höjdes från 2,75 procent till 3,75 procent. Bakgrunden till detta var att riksgäldskontoret under 1954 släppt ut ett statligt obligationslån till 4 procent för att åstadkomma en åtstramning på penning- och kapitalmarknaden. Att under sådana omständigheter bibehålla det tidigare låga diskontot visade sig inte möjligt,[1] och därmed avslutades lågräntepoken.

De regleringar – likviditetskrav och emissionskontroll – som introducerades i överenskommelsen 1952 har sedan dess varit stående inslag i riksbankens medelarsenal. De verkar ha introducerats som en lösning på de målkonflikter mellan å ena sidan stabiliseringspolitiska och å andra sidan

[1] Se närmare Karin Kock, Kreditmarknad och räntepolitik 1924–1958, Stockholm 1962, sid. 435 ff.

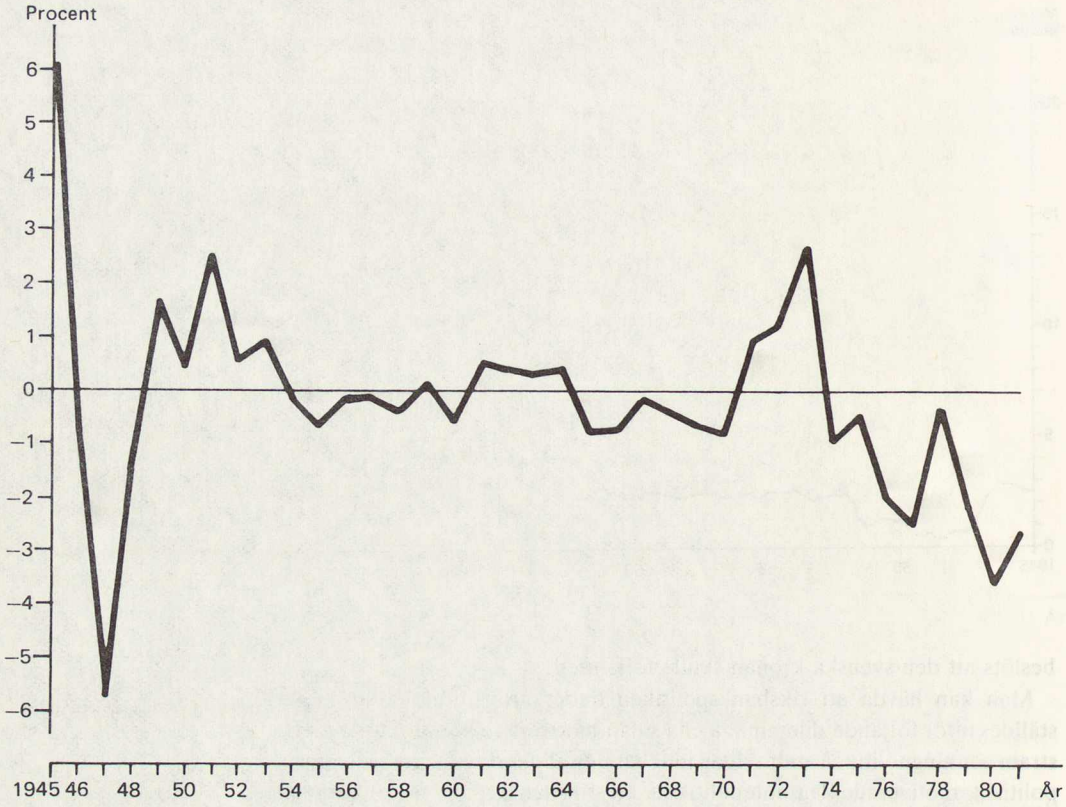


Diagram 2.7 Bytesbalansens saldo i relation till BNP 1945–81

Källor: Riksbanken (bytesbalansen). För BNP se diagram 2.3.

allokerings- och fördelningspolitiska mål som lågräntepolitiken innebar. En renodlad inriktning på stabiliseringsmålet utan reglering hade troligen medfört en högre ränta än som kunde uppfattas som acceptabelt.

2.2.2 Räntepolitisk renässans 1956–67

Perioden från övergivandet av lågräntepolitiken till och med 1967 kännetecknades av en mer marknadsorienterad kreditpolitik. Detta innebär inte att regleringarna helt övergavs, utan snarare att de marknadskonforma medlen användes förhållandevis mer än tidigare. Samtidigt utnyttjades under denna period den typ av informell reglering genom rekommendationer o. dyl. som vi beskrivit i avsnitt 2.1.4. Det är svårt att långt i efterhand ta ställning till vilken tyngd denna hade jämfört med riksbankens övriga åtgärder.

I september 1955 utökades de formella regleringarna med ett utlåningstak som var i kraft fram till juli 1957. Likviditetskrav varierades i flera omgångar mellan 1959 och 1961 i syfte att placera statsobligationer, och vid ett tillfälle 1963 vägrade riksbanken att bevilja dagslån till vissa affärsbanker som inte uppfyllde de rekommenderade likviditetskvoterna. Emellertid sänktes kvoterna i november 1961 till en nivå som kom att vara oförändrad fram till 1969, och varken kassakrav eller formella utlåningstak kom till användning.

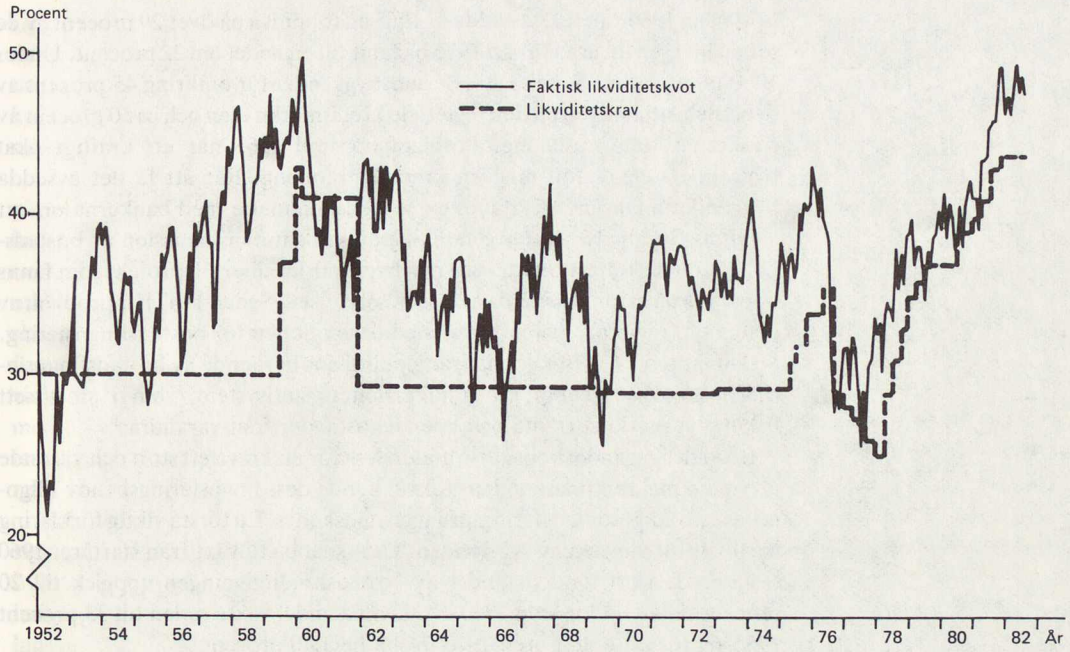


Diagram 2.8 Likviditetskrav och faktiska likviditetskvoter 1952–82.

Anm: Likviditetskraven är sammanvägda med bankernas inlåning.
Källor: J.A. Lybeck, A disequilibrium model of the Swedish financial sector, Stockholm 1975 (likviditetskrav 1952–62), Riksbanken.

Se diagram 2.8, där det framgår att bankerna låg klart över likviditetskraven under större delen av perioden efter sänkningen 1961. Under högkonjunkturen 1965–66 utgjorde dock likviditetskraven temporärt en restriktion för bankerna.

I stället varierades diskontot flitigt, 15 gånger, och även så straffräntan, som introducerats i maj 1958. Denna hade dock en koppling till de reglerande medlen i och med att kostnaden för upplåning i riksbanken ofta var beroende av om bankerna uppfyllde de rekommenderade likviditetskvoterna eller inte. Några marknadsoperationer i egentlig mening gjordes inte, men riksgäldskontorets statsskuldspolitik blev ett centralt inslag i den åtstramningspolitik som fördes vid högkonjunkturerna 1960/61 och 1964/65. Vid bägge dessa tillfällen placerades betydande statliga lån hos allmänheten utanför banksystemet i likviditetsindragande syfte. Ränteutvecklingen, som för denna period representeras väl av diskontot, nådde som framgår av diagram 2.1 toppar 1961 och 1966.

Som framhållits hade lågräntepolitiken tidigare lagt restriktioner på hur de kreditpolitiska medlen kunde användas i stabiliseringspolitiskt syfte, och kunde på så sätt ses som en viktig förklaring till de olika former av regleringar som hade införts. Denna restriktion fanns kvar även efter övergivandet av den rena lågräntepolitiken. Nu kom den att accentueras av problemen kring finansieringen av bostadsbyggandet från omkring 1960 fram till 1975. Här kvarstod det av fördelningsskäl motiverade målet att hålla räntan på bostadskrediter på en låg och jämn nivå, under vad som hade varit förenligt med en renodlat marknadskonform politik, åtminstone i tider av penningpolitisk åtstramning. Bostadsfinansieringen kom nu att utgöra en större belastning än tidigare i och med att bostadsbyggandet accelererade kraftigt i

början av 1960-talet. Det nådde år 1965 en toppnivå på över 29 procent av de totala investeringarna för att 1975 ha fallit till en andel om 22 procent. Under 1960-talet svarade krediter till bostadsbyggandet för omkring 45 procent av den totala utlåningen på den reglerade kreditmarknaden och ca 50 procent av bankernas totala utlåning. Problem uppstod 1965 när ett kraftigt ökat byggande sammanföll med en kreditåtstramning. För att få det avsedda byggandet finansierat träffades en överenskommelse med bankerna om att avlyft av byggnadskrediter genom hypoteksinstitutens emission av bostadsobligationer skulle motsvaras av nya byggnadskrediter till projekt som fanns upptagna på listor fastställda av bostadsstyrelsen. Sedan 1967 har problem av denna typ reglerats genom avtal med delegationen för bostadsfinansiering. Sedan mitten av 1970-talet har räntepolitikens beroende av bostadsfinansieringen minskat genom ett statligt räntegarantisystem, som i stort sett frikopplat marknadsränta och boendekostnader från varandra.[1]

Bostadsbyggandet kom alltså under dessa år att kräva ett stort och växande utrymme på kreditmarknaden. Likväl kunde dess finansieringsbehov tillgodoses samtidigt som regleringsinslagen minskades. En första viktig förklaring härtill är tillkomsten av AP-fonden. Dess snabba tillväxt från startåret 1960 resulterade i att fondens andel av bostadskreditgivningen uppgick till 20 procent redan under åren 1960–64. Denna andel växte sedan till 33 procent 1965–69 för att under åren 1970–74 bli hela 40 procent.

En andra förklaring är den makroekonomiska utvecklingen i övrigt i kombination med en relativt framgångsrik finanspolitik. För penningpolitiken centrala målvariabler som inflationstakt och industriproduktion utvecklades förhållandevis stabilt, åtminstone om man jämför med 70-talet. Inte heller kom externa balanshänsyn att utöva någon större press på politiken. Bytesbalansen visade dock betydande underskott 1965 och 1966. Den anticykliska politiken kunde i huvudsak bedrivas med marknadskonforma medel. De bostadspolitiska målen kom dock speciellt i samband med åtstramningen 1965/66 att lägga restriktioner på medelsanvändningen och leda till att vissa regleringar användes.

2.2.3 Externbalans, budgetunderskott och regleringar 1968–82

Tendenserna till en ökad grad av marknadskonformitet i kreditpolitiken kom att få ett tvärt slut under 1960-talets sista år. I november 1967 devalverades det engelska pundet och ett antal andra länder justerade sina växelkurser i anslutning till den brittiska devalveringen. Riksbanken beslöt emellertid att inte ändra den svenska kronans paritetsvärde. Följden blev ett valutautflöde under slutet av november och början av december på ca 1 miljard kr (ungefär 25 procent av valutareservens storlek). För att klara denna situation beslöt riksbanken att vidtaga en serie åtgärder: diskontot höjdes, straffräntа infördes, kassakrav infördes för första gången sedan 1952 och likviditetskraven skärptes så att de åter kom att utgöra en effektiv restriktion för bankerna. Efter dessa åtgärder följde snabbt ett återinflöde av valutor, och i januari och februari 1968 avskaffades kassakraven och sänktes diskontot. Att lättnaderna kom så snabbt förklaras av att det med hänsyn till den interna balansen var motiverat med en lätt kreditpolitik. Episoden i slutet av 1967 är på så sätt att betrakta som den första i en rad av kreditpolitiska åtstramningar, som

[1] En detaljerad belysning av bostadsfinansieringen ges i kapitalmarknadsutredningens huvudbetänkande, SOU 1978:11, kap. 6.

vidtagits av externbalanshänsyn. Riksbanken konfronterades med en målkonflikt mellan intern och extern balans. Medan penningpolitiken tidigare anpassats ganska självständigt efter variationer i det inhemska konjunkturläget visade sig nu beroendet av omvärlden sätta gränser för vad som kunde göras internt.

Valutareserven började återigen krympa under hösten 1968. Den här gången valde riksbanken att spela med ett hittills oöverträffat antal instrument: diskontot höjdes två gånger (februari och juli 1969), likviditets- och placeringskrav skärptes (mars 1969), kassakrav infördes (augusti 1969), utlåningstak infördes för banker, riksbanken tvingade affärsbankerna att skära ned beviljade men inte utnyttjade krediter, och individuella limiter fastställdes för vissa affärsbankers upplåning i riksbanken (hösten 1969). Vid vissa fall av överträdelse av dessa gränser uttog riksbanken en straffränta med 1 procent per dag på det belopp varmed upplåningen överskred den fastställda gränsen. Politikens drastiska karaktär gav den snabbt smeknamnet "idiotstoppet".

Vilken var då bakgrunden till dessa drastiska åtgärder? Konjunkturmässigt kan andra halvåret 1969 och större delen av 1970 betraktas som överhettade högkonjunkturår med hög tillväxt, högt kapacitetsutnyttjande i industrin, låg arbetslöshet, stigande inflationstakt och underskott i bytesbalansen. Inflationen kom 1970 och 1971 att bli den högsta efter Korea-inflationen. Vidare innebar ett underskott i bytesbalansen på en halv procent av BNP under 1968 och 1969 att valutareserven i det närmaste halverades mellan maj 1968 och september 1969.

Denna högkonjunktur möttes i mycket ringa utsträckning med en restriktiv finanspolitik. Gjorda beräkningar tyder snarast på att de vidtagna åtgärderna hade en svagt expansiv effekt om man bortser från skatteautomatiken.[1] Finanspolitiken hade också under flera år resulterat i likviditetshöjande budgetunderskott, och penningmängdens genomsnittliga tillväxttakt 1965–69 översteg 8 procent per år. Detta innebar att den reala likviditeten 1969 låg högt över sitt trendvärde.

[1] Se Matthiessen, L.: Finanspolitiken som stabiliseringspolitiskt instrument i Lundberg (red.): Svensk finanspolitik i teori och praktik. Aldus. Lund 1971. Med skatteautomatik avses att förändringar i konjunkturläget automatiskt medför förändringar i såväl skatteinkomster som statsutgifter.

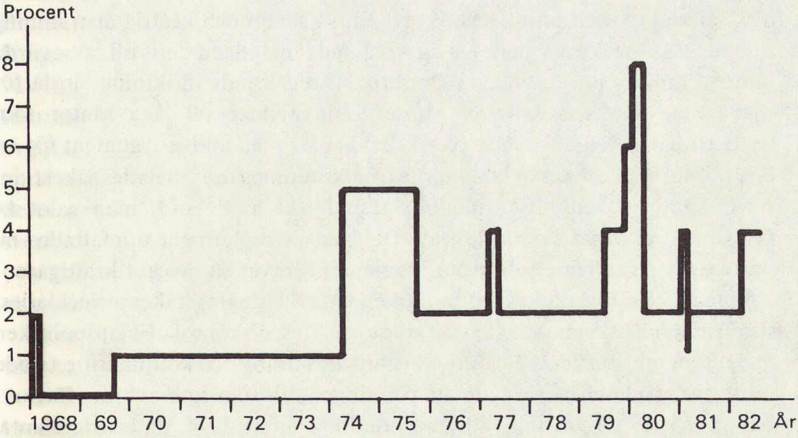


Diagram 2.9 Kassakrav 1969–1982

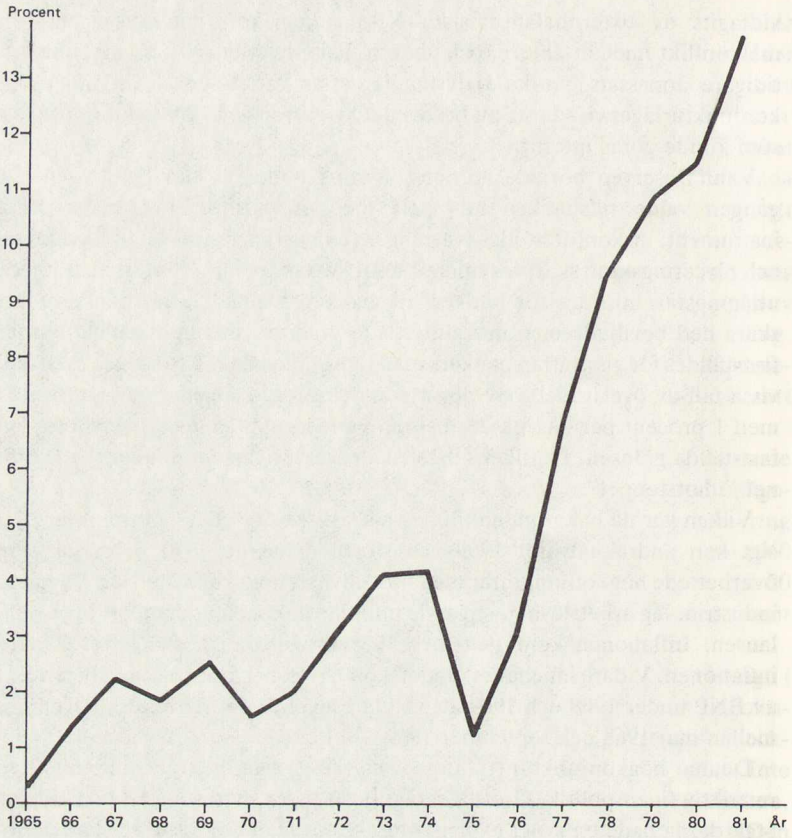


Diagram 2.10 Statens budgetunderskott 1965/66–1981/82 i relation till BNP.

Anm: BNP är beräknad för det kalenderår där budgetåret börjar.

Det råder alltså ingen tvekan om att kombinationen av valutaoro, högkonjunktur, hög likviditet och släpphänt finanspolitik påkallade en kreditpolitisk åtstramning. Till skillnad från 1967/68 förelåg nu knappast någon direkt konflikt mellan extern- och internbalansmålen. Allt motiverade en kontraktiv politik. Mer tveksamt är om den utformning politiken fick kan motiveras med några stabiliseringspolitiska skäl. En allmän åtstramning torde ha kunnat åstadkommas med en lämplig kombination av t. ex. diskontopolitik och höjda kassakrav. En så snabb och kraftig åtstramning som ansågs önskvärd hade dock i så fall antagligen lett till avsevärda räntehöjningar. Förklaringen till politikens reglerande inriktning får därför sökas i de fortsatta krav på stora kreditvolymer till låga räntor som bostadsfinansieringen ställde på riksbanken.[1] Även andra argument för en låg ränta, t. ex. hänsyn still industriinvesteringarna, spelade säkert in. Åtstramningen var alltså stabiliseringspolitiskt motiverad, men valet av instrument dikterat av andra krav. Behovet av regleringar uppfattades nu som större än tidigare, eftersom åtstramningen var så mycket kraftigare.

I januari 1971 började kreditpolitiken lättas. Utlåningstaket avvecklades, straffräntan sänktes, och den 19 mars sänktes diskontot. Finanspolitiken hade, sent omsider, fått en klart restriktiv inriktning och konjunkturen hade vänt. Nu följde en period av lätt penningpolitik som inte avbröts förrän i samband med ett kraftigt valutautflöde i början av 1974, då ett stort antal

[1] Denna tolkning styrks av den argumentation som framförts av Lars Hansson i två artiklar i Ekonomisk Debatt: Primitiv – sa Myhrman om svensk penningpolitik. 6–1973, Replik om penningpolitik och penningteori. 8–1973.

industriländer övergått till en restriktiv stabiliseringspolitik betingad dels av de underskott i bytesbalansen som oljekrisen skapat, dels av den ökande världsinflationen.

I april 1974 höjdes det svenska diskontot, kassakravet skärptes från 1 till 5 procent och bankerna uppmanades att dämpa ökningstakten i den s. k. övriga utlåningen. I augusti höjdes åter diskonto och straffränta, nu till 7 procent resp. 9 procent. I samband härmed preciserades också utlåningstaket. Vidare beslöt riksbanken att i princip lämna tillstånd till privat upplåning i utlandet. Sådan utlåning som av bankerna refinansierades i utlandet omfattades inte av utlåningstaket. Vidare användes en restriktiv tillämpning av emissionskontrollen för att förmå företag och kommuner att ta upp obligationslån utomlands. Till skillnad från tidigare bedömdes en utlandsupplåning som oundviklig för att ge andrum för en intern anpassning. Här kunde alltså regleringar användas som medel för att förmå den privata sektorn snarare än staten att ta den nödvändiga utlandsupplåningen.

Den höga räntenivån var framför allt påkallad av de höga internationella räntorna, 13 procent för tre månaders lån i eurodollar i augusti 1974 och ännu högre för kurssäkrade lån. Se diagram 3.2. Vid slutet av året sjönk de utländska räntorna. Valutautströmningen upphörde och förbyttes i ett svagt inflöde trots ett växande bytesbalansunderskott. Under andra halvåret 1975 lättades penningpolitiken genom sänkningar av kassakraven, diskontosänkning och upphävande av utlåningstaket.

Återigen förstås kreditpolitikens allmänna inriktning bäst mot bakgrund av en kombination av externbalansproblem och lätt finanspolitik. Finanspolitiken hade givits en expansiv inriktning – med bl. a. en momssänkning 1974 – för att möta den efterfrågedämpande effekten av oljeprisstegringarna. När denna expansiva politik inte följdes av flertalet av övriga industriländer fick det negativa konsekvenser för valutareserven. De kreditpolitiska bromsarna måste dras åt, för att sedan åter lättas när valutareserven börjat stabiliseras under 1975.

Finanspolitiken fortsatte under 1975 och 1976 att vara expansiv, den s. k. överbryggningspolitiken. Samtidigt fick vi en lönekostnadsökning på tillsammans ca 40 procent 1975–76. Härigenom kom den svenska kostnadsutvecklingen att klart överstiga den utländska. Parallellt härmed ökade avsättningsproblemen för den svenska industrin på de utländska marknaderna. Problemen med externbalansen aktualiserade växelkurspolitikens roll. Så länge Bretton Woods-systemet bestod var det självklart att den fasta växelkursen var ett närmast orubbligt intermediärt mål. Efter detta systems sammanbrott i början av 70-talet ställdes politiken inför nya och svårare avgöranden. Från 1973 kom Sverige att ansluta sig till ett samarbete med ett antal västeuropeiska länder inom den s. k. valutaormen. I praktiken innebar detta en nära bindning av kronan till D-marken. Härigenom ställdes de svenska kostnadsproblemen på sin spets. Under slutet av 1976 blev de akuta, och kronan devalverades först i oktober 1976 och sedan i etapper fram till augusti 1977, då Sverige lämnade ormsamarbetet.

Från 1976/77 började de statliga budgetunderskotten att växa snabbt, upp till närmare 12 procent av BNP 1981. Samtidigt har bytesbalansunderskott på 2 à 3 procent av BNP kommit att bli bestående. Detta har ställt kreditpolitiken inför andra avvägningar än tidigare. Politiken präglas idag å

ena sidan av en strävan att undvika att finansiera budgetunderskotten så att penningmängden ökar alltför snabbt, vilket skulle tendera att bli inflationsdrivande. Å andra sidan vill man undvika att finansiera statsskulden till marknadsräntor, vilka förväntas bli höga och via räntehöjningar i övrigt därigenom hämmande för industrins investeringar. För det tredje kvarstår som ett sidoordnat mål att den privata sektorn skall fortsätta att ta en betydande andel av utlandsupplåningen.

För att försöka få dessa mål att gå ihop har riksbanken utnyttjat sig av i stort sett hela arsenalen av såväl reglerande som marknadskonforma medel. Genom att höja likviditets- och placeringskrav har man sökt placera stora delar av statsskulden hos banker och försäkringsbolag utan alltför kraftiga ränteeffekter.[1] Sedan 1976 har likviditetskraven stigit från ca 30 procent till nära den lagstadgade gränsen på 50 procent. Utlåningstak har använts sparsamt efter 1977. Däremot användes de flitigt åren dessförinnan, då de faktiska likviditetskvoterna låg högt över likviditetskraven. Efter 1977 tycks variationer i likviditetskraven ha varit det primära medlet. Kvoterna har emellertid i allmänhet "översatts" av riksbanken till därmed förenliga utlåningssiffror. Effekten har därför blivit en fortsatt stram utlåningsreglering. Denna har kombinerats med undantag för utlandsfinansierade lån. Härigenom har statens utlandsupplåning hållits nere.

De marknadskonforma medlen har på senare år alltmer kommit att inriktas på externbalansmålet. Diskonto och straffränta har använts för att få en snabb anpassning till den internationella ränteutvecklingen. Diskontot har varierats mera sällan, och då kommit att ses som ett uttryck för riksbankens uppfattning om en varaktig ändring i ränteläget. Kortsiktiga störningar har mötts med variationer av straffräntan i kombination med kassakrav som har satts på en sådan nivå att bankerna har lånat så mycket i riksbanken att straffräntan blivit effektiv. Genom det nära sambandet mellan denna ränta och vad bankerna är villiga att betala för specialinlåning och bankcertifikat har riksbanken här en mycket direkt kanal till penningmarknadsräntorna och därmed till de korta kapitalrörelserna. Vid ett tillfälle, i samband med spekulationer om en svensk devalvering i januari 1981, understöddes denna typ av politik med att riksgäldskontoret gav ut skattkammarväxlar till 17 procent, vilket omedelbart förde upp övriga korta räntor på denna nivå.

På allra senaste tid, 1981–82, har vissa steg mot en allmänt mer marknadskonform politik tagits. Detta har delvis sin bakgrund i uppfattningen att likviditetskraven knappast kan höjas mycket mer. Dels har man för vissa banker kommit nära det legala taket om 50 procent, dels anses det av andra skäl vara förenat med problem att bankernas balanser kommer att domineras av obligationer. I juli 1982 började därför riksgäldskontoret sälja korta statspapper, statsskuldväxlar, till allmänheten.

Sammanfattningsvis kan även utvecklingen under de senaste åren sägas stödja den tes vi tog till utgångspunkt. Det är stabiliseringspolitiska mål som kommit att dominera kreditpolitiken. Dessa har emellertid förskjutits alltmer från inriktning på internbalansen fram till mitten av 60-talet över perioder av målkonflikter mellan interna och externa balanshänsyn omkring 1970 till ett alltmer renodlat försvar av växelkursen. Denna del av politiken har i allt större utsträckning kommit att föras med marknadskonforma

[1] Vi återkommer i avsnitt 3.4 till en diskussion av hur väl man verkligen har lyckats med det.

medel. Samtidigt kvarstår restriktionen att det allmänna ränteläget inte bör drivas upp alltför högt eller tillåtas variera alltför kraftigt på kort sikt. Denna har alltmer kommit att motiveras med hänsyn till industriinvesteringarna. Lån till industrin har genomgående varit starkt prioriterade under det senaste decenniet. Detta har förklarats dels av synen att vägen att komma till rätta med de strukturella obalanserna i ekonomin går över ökade industriinvesteringar, dels av att skattesystemet uppfattats som snedvridande till industrins nackdel.

Appendix Kreditpolitiska åtgärder 1952–82. Ett urval

Nedan förtecknas några viktigare kreditpolitiska åtgärder från 1952 och framöver. Uppgifterna om straffränta och likviditetskrav kräver en närmare förklaring. De villkor för upplåning i riksbanken som sedan den 5 juli 1979 är i kraft innebär att en bank till diskonto kan låna en summa i riksbanken som högst motsvarar 50 procent av bankens eget kapital. För upplåning därutöver tillämpas straffränta. Med undantag för några månader under 1971 var gränsen för den straffräntefria upplåningen i riksbanken mellan juli 1970 och juli 1979 i stället 75 procent av det egna kapitalet. Före 1970 var gränsen liksom idag halva det egna kapitalet.

Härutöver har riksbanken periodvis låtit upplåningsvillkoren vara knutna till uppfyllelse av likviditetskrav. Under augusti t. o. m. oktober 1963 vägrade riksbanken ge dagslån till de banker som inte uppfyllde likviditetskraven. Mellan april 1964 och juli 1966 var den straffräntefria upplåningen begränsad till en fjärdedel av det egna kapitalet för de banker som inte uppfyllde likviditetskravet. I juli 1966 slopades straffräntan helt för de banker som uppfyllde likviditetskravet, medan oförändrade regler gällde för de övriga. I december 1967 infördes åter de bestämmelser som gällt före juli 1966. Den 15 augusti 1969 fastställdes individuella limiter för bankernas upplåning i riksbanken. Vid vissa fall av överskridande av dessa limiter krävde riksbanken en avgift på 1 procent per dag på det belopp som översteg upplåningsgränsen. I april 1970 gjordes upplåningsvillkoren åter beroende av likviditetskravsuppfyllandet, men även av uppfyllande av kassakrav och utlåningstak. Dessa bestämmelser avskaffades i januari 1971. Från juli 1982 är upplåningsvillkoren beroende av bankernas vidareförsäljning av statsskuldväxlar till allmänheten; från det belopp på vilket den extra 2-procentiga avgiften utgår (se 18 juni 1982) frändras ett belopp motsvarande en banks försäljning av statsskuldväxlar.

Av utrymmesskäl redovisas genomgående endast likviditetskraven för de största bankerna. Övriga banker har genomgående varit pålagda lägre kvoter.

Fr. o. m.	Kassakrav	Diskonto	Straffränta[a]	Likviditetskrav
1950 1 dec.		3		
1952 2 jan.				33[b]
1953 20 nov.		2,75		
1955 19 april		3,75		
1956 23 nov.		4		
1957 11 juli		5		
1958 8 maj		4,5	1	
1959 juli				40[c]
1960 15 jan.		5		
jan.				45
1 mars				43
1961 12 maj			4	
15 nov.				30
1962 jan.			1	
6 april		4,5		
8 juni		4		
1963 18 jan.		3,5		
14 juni		4		
1964 31 jan.		4,5		
febr.			2 x disk.	
6 nov.		5		
1965 9 april		5,5		
1966 10 juni		6		
22 juli			0	
1967 3 feb.		5,5		
10 mars		5		
15 dec.		6	3	
1968 2 jan.	2,[d] 1[e]			
10 jan.	0			
9 feb.		5,5		
11 okt.		5		
1969 28 feb.		6		
7 mars				30
11 juli		7		
1 aug.	1			
15 aug.			indiv. tak	
hösten			1 %/dag	
1970 1 maj			3	
1971 15 jan.			2	
19 mars		6,5		
23 apr.		6		
10 sept.		5,5		
12 nov.		5		
1974 3 apr.	5	6		
16 aug.		7		
1975 mars				32
22 aug.		6		
sept.				34
nov.				36
7 nov.	2			
1976 30 jan.		5,5		
mars				37
4 juni		6		
juli				30
17 aug.			4	
4 okt.		8	3	
nov.				30[f]

Fr. o. m.	Kassakrav	Diskonto	Straffränta[a]	Likviditetskrav
1977 10 mars	4			
april				32
6 maj			2	
16 maj	2			
aug.				30
1978 feb.				36
17 feb.		7,5		
20 apr.		7		
maj				34
21 juli		6,5		
okt.				36
1979 mars				37
juli				39
6 juli		7		
10 juli	4		3	
27 sept.		8		
23 nov.		9		
3 dec.	6			
1980 jan.				38
18 jan.		10		
22 jan.	8			
14 apr.	2			
juli				40
nov.				41
1981 21 jan.		12	5	
26 jan.	4 1[g]			
20 feb.	1 0			
mars				42
10 mars	2 2			
27 mars			4	
12 juni			3	
juli				44
15 okt.		11		
dec.				46
1982 feb.				47
12 mars		10	4	
15 april	4 4			
18 juni			4 + 2[h]	
3 aug.	5 5			

[a] Om inte annat anges uttrycks straffräntan som tillägg till diskontot.
[b] Handelsbanken, Skandinaviska Banken, Stockholms Enskilda Bank.
[c] Stora affärsbanker.
[d] De fem största affärsbankerna.
[e] Övriga affärsbanker.
[f] SE-banken, Handelsbanken.
[g] Spar- och föreningsbanker.
[h] Särskild avgift för banker som lånar större belopp under längre tid.

Utlåningsregleringar

1955 – juli 1957	Övrig utlåning skall ligga en procent under nivån juli 1955.
1969	Övrig utlåning skall under andra halvåret reduceras till nivån vid årets ingång.
1970	Övrig utlåning tillåts öka med högst 4 % under året.
1971, okt.	Utlåningstaket slopas.
1974, 16 aug.	Tillväxttakten i affärsbankernas övriga utlåning under 1974 skall understiga 15 % för varje enskild bank.
1974, 27 nov.	Affärsbankernas övriga utlåning skall 30/6 -75 högst få överskrida nivån 30/12 -73 med 20 %.
1975, 17 april	Ändring från 20 till 22 % ökning av övrig utlåning mellan 30/12 -73 och 30/6 -75.
1975, 22 maj	Övrig utlåningsökning 30/12 -73 till årsskiftet 75/76 26 %.
1975, 21 aug.	Utlåningstaket avskaffas.
1976, 20 okt.	SE-banken, SHB: 10 % ökning av övrig utlåning sista mars -76 till sista mars -77. Övriga affärsbanker: 12 %.
1977, 23 feb.	En affärsbanks övriga utlåning skall ligga under en övre gräns som höjs med 6 procentenheter över sexmånadersperioden april–sept. 1977.
1981, 5 feb.	Bankernas övriga utlåning i svenska kronor får vid utgången av juni 1981 inte överstiga motsvarande summa vid utgången av juni 1980 med mer än 5 procent. Finansbolagens utlåning får under 1981 ej öka med mer än 16 procent.
1982, 18 feb.	Finansbolagens kontokortskrediter får från september 1981 till december 1982 ej öka med mer än 14 procent.

3 Kreditmarknaderna och kreditpolitikens funktionssätt

Detta kapitel innehåller huvudsakligen beskrivande material som bildar en bakgrund till den diskussion av olika uppläggningar av kreditpolitiken som förs i de följande kapitlen.

I föregående kapitel gjordes en genomgång av den svenska kredit- och penningpolitiken under efterkrigstiden. Den innehöll bl. a. en redogörelse för de olika instrument som utnyttjats, när de satts in och i vilket syfte. Kapitel 2 innehöll emellertid ingen diskussion av de marknader över vilka de penning- och kreditpolitiska medlen verkar vare sig vi har en reglerande eller marknadskonform inriktning av politiken. För att bättre förstå de funktioner som dessa marknader fyller går vi i avsnitt 3.1 i detta kapitel igenom kreditmarknadernas grundläggande uppgifter i en marknadsekonomi av svensk typ.

Vi konstaterade vidare i kapitel 2 att kredit- och penningpolitiken under efterkrigstiden främst använts i stabiliseringspolitiskt syfte. Även om andra mål än stabiliseringspolitiska ofta nämns i debatten kan dessa uppfattas som sekundära. För att närmare kunna förstå hur kreditpolitiken verkar, vare sig i reglerande eller marknadskonform tappning, diskuterar vi i avsnitt 3.2 olika indikatorer på kreditpolitikens effekter.

Avsnitt 3.3 presenterar sedan med hjälp av enkla balansräkningar de viktigaste inhemska aktörerna på den svenska kreditmarknaden. Effekterna av ekonomisk politik i allmänhet och kreditpolitik i synnerhet beror emellertid inte enbart på de inhemska aktörerna utan i hög grad på hur nära integrerad den svenska ekonomin är med världsekonomin. I avsnitt 3.4 söker vi belysa hur stort oberoende Sverige har gentemot omvärlden, speciellt vad gäller ränteutvecklingen.

3.1 Kreditmarknadernas funktioner

Kreditmarknaderna kan sägas ha tre grundläggande funktioner. För det första används de till att samordna sparande- och investeringsbeslut. För det andra ger de möjlighet till en omfördelning av risker mellan olika individer och företag. För det tredje spelar de en central roll när det gäller skapandet av likviditet och betalningsmedel. Vi skall närmare studera dessa tre funktioner.

Kreditmarknaderna bidrar till att kanalisera resurser från dem som har ett finansiellt sparandeöverskott, dvs. ett sparande som är större än investe-

ringsutgifterna, till dem som har finansiella underskott och måste låna för att finansiera sina investeringar och/eller konsumtion. Kreditmarknadernas betydelse är lätt att inse om man föreställer sig en primitiv ekonomi utan någon kreditverksamhet. Här måste den enskilde individens, eller det enskilda hushållets, sparande- och investeringsbeslut sammanfalla. Bonden som vill göra en investering kan åstadkomma detta endast genom att själv avstå från konsumtion, dvs. spara. För att använda en del av sin skörd till utsäde för nästa år måste han i motsvarande mån minska sin spannmålskonsumtion.

I en ekonomi med utvecklade kreditmarknader behöver inte beslut om sparande och investeringar sammanfalla som i exemplet med den självhushållande bonden. Ett system av väl fungerande kreditmarknader kan se till att resurser slussas från de delar av ekonomin som genererar ett finansiellt sparandeöverskott till dem som är i behov av medel för att finansiera investeringar. Grundförutsättningarna för att en kreditmarknad, liksom naturligtvis marknader överhuvudtaget, skall fungera väl är att den ges möjlighet att sända den information, via räntor och priser, som behövs för att beslut om krediternas fördelning ska kunna fattas. Om ränte- och prisbildningen regleras av andra hänsyn än tillgång och efterfrågan på olika former av kredit sätts grunderna för marknadsmekanismen ur spel.

I verkligheten fungerar naturligtvis marknaderna i långa stycken inte enligt läroböckernas idealmodell. Kreditmarknader har emellertid i vissa avseenden, om de tillåts fungera utan alltför omfattande regleringar, förutsättningar att fungera effektivt. Det beror framför allt på att graden av professionalitet ofta är hög på dessa marknader. Å andra sidan spelar förväntningar om framtida pris- och ränteutveckling en ovanligt central roll för prisbildningen på kreditmarknaderna. Det pekas ofta på riskerna för starka pris- och räntesvängningar till följd av förväntningsstyrda förlopp, där förväntan om t. ex. prisstegringar åtminstone temporärt kan bli självuppfyllande.

Alternativet till marknadslösningar är en administrativ regleringsverksamhet. Denna blir lätt otymplig och ger utrymme för godtycke eftersom den information som behövs för att t. ex. kanalisera sparande dit det bäst behövs, dvs. ger högst avkastning, i allmänhet är oerhört utspridd och fragmentarisk. Det är emellertid självklart så att valet i praktiken inte så entydigt står mellan marknadslösningen och en regleringsapparat. Det existerar ingen renodlad marknadsekonomi. Vad det är frågan om är om man vill satsa på marknadsmekanismen som bas för resursfördelningen eller inte.

För att ge en uppfattning om storleksordningen av olika sektorers engagemang på kreditmarknaden kan vi studera tabell 3.1 som i form av en s. k. finansieringsmatris visar fördelningen av den totala upp- och utlåningen i den svenska ekonomin. En utförligare redovisning av detta material återfinns i Bengt-Göran Löwenthals och Erik Sjöbergs expertrapport till utredningen. Som framgår av tabellen uppgick det totala värdet av bruttofordringarna i slutet av år 1980 till 1 850 miljarder kronor, vilket är drygt tre gånger så mycket som BNP samma år. Om vi först ser på nettoställningen för resp. sektor kan vi konstatera att socialförsäkringssektorn och finanssektorn är stora nettofordringsägare (161 resp. 122 mdr kr.) (Nettofordringarna fås genom att dra radsumman från kolumnsumman för respektive sektor). En betydande fordringsägare är numera också utlandet

Tabell 3.1 Bruttofordringar mellan olika sektorer, ställningsvärden per den 31 december 1980[a] (mkr)

Långivare / Låntagare	Staten	Kommuner	Socialförsäkr.	Finanssektorn	Icke-fin företag	Hushåll	Utlandet	Summa
Staten	822	184	35 759	111 314	430	37 298	41 649	227 456
Kommuner	6 071	785	10 287	22 304	770	1 209	2 036	43 462
Socialförsäkring	–	–	–	26	–	–	–	26
Finanssektorn	7 559	24 214	93 646	160 357	82 857	249 990	60 549	679 172
Företag	65 448	4 046	21 208	220 280	154 016	12 360	43 539	520 897
Hushåll	39 738	997	–	233 253	8 139	..	..	282 127
Utlandet	3 961	–	163	54 011	39 536	..	..	97 671
Summa	123 599	30 226	161 063	801 545	285 748	300 857	147 773	1 850 811

[a] Exklusive aktier, en mindre del av obligationsstocken samt vissa mindre övriga poster. Totala värdet inklusive dessa poster uppgår till drygt 2 000 miljarder kr. Se Löwenthal-Sjöbergs expertrapport.
Källa: SM:N, 1981:15, tabell D 1.

(50 mdr kr.), där det i huvudsak är staten som står för motsvarande nettoskuldsättning medan för företagssektorn skulder och fordringar gentemot utlandet i stort sett balanserar. Sektorer med stora nettoskulder är de icke-finansiella företagen (235 mdr kr.) och staten (104 mdr kr.). Hushållssektorn har en helt obetydlig finansiell nettoförmögenhet (19 mdr kr.).

Som synes av tabellen är bruttobeloppen vida större än de angivna nettosiffrorna. För hushållen t. ex. uppgår totala skulder och fordringar vardera till närmare 300 mdr kr. Här spelar också den finansiella sektorn en avgörande roll. Över 80 procent av hushållens såväl fordringar som skulder utgörs av in- resp. utlåning i finanssektorn. Utan en välutvecklad finansiell sektor skulle uppenbarligen kostnaderna för att kanalisera sparmedel till och från hushållssektorn bli höga. Potentiella låntagare och långivare skulle ha väsentligt mycket svårare att finna varandra. Företagen har till skillnad från hushållen betydande inbördes fordringar (154 mdr kr.). Omkring hälften av fordringarna och en tredjedel av deras skulder är till andra företag. Enligt tabellen har hushållen överhuvudtaget inga inbördes fordringar. Detta är naturligtvis inte sant i bokstavlig mening, utan återspeglar svårigheterna att statistiskt registrera lån mellan privatpersoner.

I tabell 3.1 redovisas bruttofordringar och -skulder, dvs. beståndsstorheter. För att ytterligare belysa kreditmarknadernas roll vad det gäller kanalisering av sparandeöver- resp. underskott presenteras i tabell 3.2 det finansiella sparandet[1] (i procent av BNP) i olika sektorer för ett antal år. Vi ser från tabellen att dagens situation med väldiga statliga upplåningsbehov (över 8 procent, räknat netto, i förhållande till BNP år 1981) och stora bytesbalansunderskott (2,5 procent 1981) är en tämligen sen företeelse. Det statliga finansiella sparandet var fram till mitten av 1970-talet svagt positivt, för att sedan bli negativt med snabbt ökande underskott. På samma sätt låg bytesbalanssaldot fram till mitten av 1970-talet kring noll, och behoven av utlandsupplåning var således små. Av tabellen framgår vidare att socialförsäkringssektorn bidragit med ett stort finansiellt sparande sedan mitten av 60-talet, främst genom AP-fondernas uppbyggnad. Detta bidrag håller emellertid nu, som en följd av ATP-systemets konstruktion, på att minska.

[1] Det finansiella sparandet för en viss sektor är skillnaden mellan dess bruttosparande och dess bruttoinvesteringar (inkl. lager) under ett visst år. Detta tar sig uttryck i en förändring av sektorns finansiella nettoställning, dvs. nettot mellan fordringar och skulder i tabell 3.1.

Tabell 3.2 Finansiellt sparande i procent av BNP

	1955–59	1960–64	1965–69	1970–74	1975–79	1980	1981
Stat	1,0	1,9	1,1	0,5	–2,4	–7,3	–8,3
Kommun	–0,1	–0,5	–0,4	–0,8	–0,3	–0,1	0,2
Soc.förs.sektor	0,1	1,7	3,6	4,4	3,9	3,2	3,3
Bost.	–3,1	–3,7	–4,6	–3,3	–2,4	–2,4	–2,0
Hush.	2,9	3,6	2,4	1,4	1,2	2,3	2,0
Icke-fin. föret.	–1,1	–2,8	–2,4	–3,3	–4,5	–3,2	–2,1
Fin. föret.				1,8	3,1	3,8	4,5
Utlandet[a]	0,3	–0,2	0,3	–0,6	1,5	3,6	2,5

[a] Bytesbalansunderskott.
Not: Här, liksom i övriga tabeller, är posterna avrundade var för sig. Vissa kolumnsummor avviker därför något från 0,0.
Källa: Långtidsutredningarna, SOU 1978:78, 1980:52 och 1982:14.

Under 70-talet har i stället det privata försäkringssparandet, här registrerat bland finansiella företag, ökat snabbt. Bostadssektorn har genomgående stora underskott. Vi ser dock hur dessa halverats från slutet av 1960-talet fram till 1980. En allmän slutsats man kan dra av tabell 3.2 är att de finansiella flödena under den redovisade prioden har ökat snabbare än BNP,[1] detta främst som en följd av den ökande statliga upplåningen. Kraven på kreditmarknaderna synes således ha ökat.

Även om det finansiella sparandet vore noll för alla hushåll, företag och andra aktörer i ekonomin, och alltså inga behov att *samordna reala sparande- och investeringsbeslut* förelåg, har kreditmarknaderna uppgifter att fylla. En viktig uppgift är att bidra till att separera *riskbärande* från sparande- och investeringsbeslut. För att åter knyta an till den primitiva ekonomin med den självhushållande bonden, så skulle denne för att genomföra en investering inte bara tvingas att i motsvarande mån avstå från egen konsumtion i dag. Han skulle dessutom vara tvungen att bära hela den risk som är förknippad med investeringen. Med väl fungerande kredit- och försäkringsmarknader kan investeringsbeslut och risktagande särskiljas. Ett aktieköp som helt sker med lånade pengar, innebär t. ex. för individen inget sparande utan endast ett ökat risktagande. Genom marknaderna kan en riskspridning åstadkommas, som innebär att de som är bäst lämpade (eller mest villiga) att ta risker tar över dessa från dem som föredrar säkrare avkastning.

Den tredje viktiga uppgiften som kreditmarknaderna skall klara av gäller *skapande av likviditet.* Härvid spelar bankerna den centrala rollen. Varje individ och varje företag har behov av att hålla en viss andel av sin förmögenhet i fullständigt likvid form för transaktionsändamål. Med likviditet menas en kombination av två egenskaper. Medlen skall för det första vara omedelbart tillgängliga utan betydande transaktionskostnader, vilket bl. a. utesluter alla realtillgångar, och det skall för det andra inte föreligga risk för snabba prisförändringar med kapitalvinster eller förluster som följd, något som utesluter aktier och obligationer med längre löptid. Det bör betonas att man med detta synsätt tar fasta på att likvida tillgångar av individer och företag ska *uppfattas* som omedelbart tillgängliga för transaktionsändamål. Det finns ingen motsättning mellan detta och det faktum att

[1] I strikt mening kan en sådan slutsats egentligen inte dras från tabellen, eftersom de siffror som redovisas där beror på hur sektorerna slagits samman. En aggregering av stat och kommun med socialförsäkringssektorn till en konsoliderad offentlig sektor skulle t. ex. ge ett något annorlunda intryck. Slutsatsen att de finansiella flödena ökat bekräftas emellertid om man tittar på de totala bruttokrediterna, dvs. totalsumman i tabell 3.1. Den växte från 3,5 gånger BNP 1970 till 3,9 gånger BNP 1980. Se Löwenthal-Sjöbergs expertrapport.

den totala mängden av en viss likvid tillgång, t. ex. bankinlåning, utvecklas mycket stabilt.

Det säger sig självt att det inte existerar någon entydigt given definition av vilka tillgångar som skall klassificeras som likvida. Penningmängden brukar användas som sammanfattande begrepp för alla likvida tillgångar. Men definitionen av penningmängden är långt ifrån entydig. Tvärtom vimlar det i dag av olika definitioner. Utan att gå in på några detaljer kan vi konstatera att den snävaste definitionen, ofta kallad M1, omfattar allmänhetens innehav av sedlar och mynt samt avista banktillgodohavanden.[1] Denna definition fokuserar härigenom på medel för rena betalningsändamål. Problemet är emellertid att det i Sverige knappast är möjligt att få rimliga mått på den rent avista bankinlåningen. Med den, speciellt efter skatt, ytterst marginella skillnaden i avkastning mellan i formell mening avista och tidsbunden inlåning är det omöjligt att särskilja sådan inlåning som av kunden uppfattas som avista. Den utveckling av nya kontoformer som ägt rum under senare år, där räntor och avgifter beror på hur kontot används, har ytterligare bidragit till detta. Den definition som används i Sverige och som publiceras i riksbankens statistik, inkluderar därför även bankernas tidsinlåning. Med den penningpolitiska terminologin motsvarar denna definition närmast M3. Den svenska penningmängdens sammansättning framgår av tabell 3.3.

Tabell 3.3 Penningmängden den 31 maj 1982, miljarder kronor

Sedlar och mynt	33,9
Vanlig inlåning	241,6
Specialinlåning	56,6
Bankcertifikat	23,7
Penningmängd	355,8

Källa: Sveriges riksbank.

Från mitten av 60-talet har en växande andel av bankinlåningen utgjorts av s. k. storinlåning. Denna utgörs av specialinlåning och bankcertifikat. Specialinlåning är inlåning av större belopp på speciella villkor. Bankcertifikaten som introducerades på marknaden i mars 1980, är av bankerna utgivna obligationer med kort löptid, 30–180 dagar. Bankcertifikaten handlas på en relativt välutvecklad andrahandsmarknad.[2] De kan därför sägas uppfylla kriterierna på likviditet och har inkluderats i den svenska penningmängdsdefinitionen. Storinlåningens snabba framväxt från i stort sett ingenting i början av 60-talet till närmare 40 procent av all inlåning i dag illustreras av tabell 3.4. Bankcertifikaten svarar för ca en fjärdedel av storinlåningen.

De båda kategoriernas inlåning spelar helt olika roll för bankerna. Den traditionella inlåningen som främst kommer från hushåll och mindre företag består av en stor mängd konton på i allmänhet små belopp; genomsnittet för hushållens konton (inkl. storinlåning) var den sista december 1980 7 300 kronor. Denna inlåning består i första hand av medel som behövs som likviditetsreserv för transaktionsändamål. Praxis har sedan länge varit att räntorna på sådana inlåningsräkningar i stort sett följer riksbankens diskontoändringar.[3] Man kan också räkna med att sådana insättningar är

[1] Frågan om man med banker skall mena enbart affärsbanker eller även inkludera sparbanker och föreningsbanker kan diskuteras. Med den lagstiftning vi har i Sverige i dag för de två senare kategorierna är det tämligen självklart att någon distinktion mellan dessa å ena sidan och affärsbankerna å den andra inte är sakligt motiverad.

[2] För en redogörelse för certifikatsmarknadens utveckling se Lars Nybergs expertrapport.

[3] Från 1933 gällde ett kartellavtal mellan bankerna om räntesättningen. Detta luckrades gradvis upp under 60- och 70-talen och avvecklades slutgiltigt 1978 i samband med att riksbanken slutade kräva uppgifter från bankerna om inlåningsräntesatser.

Tabell 3.4 Storinlåning som andel av affärsbankernas[a] totala inlåning (%), kvartalsmedeltal

1960	0[b]
1965	1[b]
1970	13
1975	23
1980	33
1981	36
1982	39[c]

[a] Exkl. PK-banken, Sparbankernas Bank och Föreningsbankernas Bank.
[b] För 1960 och 1965 saknas offentlig statistik. Siffrorna är en uppskattning med ledning av förhållandena inom Svenska Handelsbanken.
[c] Första halvåret.
Källa: SOS. Bankerna.

okänsliga för måttliga räntevariationer. Den vanliga inlåningen upplevs därför av varje enskild bank som opåverkbar på kort sikt. Det innebär inte att det skulle saknas konkurrens om den vanliga bankinlåningen, men denna tar sig andra former.[1] Det rör sig snarare om en konkurrens om kunder, där inlåning kan ses som en del i ett paket av tjänster och åtaganden kund och bank emellan. Ett enkelt exempel som har berört småspararna är de villkor som varit knutna till s. k. sparlån, där insättning under en viss period utgjort en förutsättning för lån. Denna typ av konkurrensmedel ger dock små möjligheter att påverka inlåningen från dag till dag eller vecka till vecka.

För storinlåningen å andra sidan varierar räntorna från dag till dag, på en anonym marknad för bankcertifikaten och som ett resultat av förhandlingar mellan bank och kund för specialinlåningen. Storinlåningen kommer från professionella placerare i storföretag, kommuner, försäkringsbolag, stiftelser, fackföreningar o. dyl., där man ständigt är på jakt efter så räntabel placering av sina tillfälliga likviditetsöverskott som möjligt. Eftersom det här finns självklara alternativ utanför banksektorn, t. ex. genom finansbolagen, måste bankerna på ett mera aktivt sätt konkurrera om dessa medel. Samtidigt innebär detta möjligheter för en enskild bank att dra till sig ökad inlåning genom att erbjuda bättre villkor. Inlåningen spelar härigenom inte längre den ganska passiva roll för bankerna som den gjorde fram till mitten av 60-talet. Möjligheterna till "liability management" har ökat.

Utvecklingen av en aktiv penningmarknad har gjort definitionen av penningmängd svårare. Den nu använda definitionen blir t. ex. missvisande om det växer fram mycket nära alternativ till bankcertifikaten. Ett sådant exempel är finansbolagsreverser, där dock andrahandsmarknaden är något sämre utvecklad. Ett annat är de i juli 1982 av riksgäldskontoret introducerade statsskuldväxlarna, där det uttalade syftet är att de ska handlas på en andrahandsmarknad.

Medan spararna, som vi konstaterat, har ett intresse av att hålla en viss andel av sitt sparande i form av pengar och andra likvida medel, vill låntagarna i allmänhet ha långfristiga lånekontrakt. Dessa önskemål skulle inte gå att förena vid en direkt lånetransaktion. Men genom den stora mängd konton som en bank har kan den acceptera att inlåningsmedlen i huvudsak är avista, samtidigt som tillgångssidan domineras av obligationer och utlåning

[1] Se också Tony Hagström, Kreditmarknadens struktur och funktionssätt, SOU 1968:3, sid. 272 ff.

som i realiteten är bunden på flera år.[1] I den bemärkelsen kan man tala om att bankerna skapar likviditet. För att de ska kunna fullgöra denna funktion är det bl. a. väsentligt att allmänheten har tilltro till bankernas förmåga att garantera de insatta medlens likviditet. Det senare är till stor del en förtroendefråga som är resultatet av en lång process. Detta gäller speciellt den traditionella hushållsinlåningen, som också visar ett mycket stabilt mönster. Se diagram 3.1. Bankom denna stabilitet döljer sig en stor omsättning. Beräkningar gjorda inom Handelsbanken har visat att en genomsnittlig insättning är ungefär lika stor som det genomsnittliga saldot, medan ett uttag i genomsnitt är ungefär hälften så stort. Storinlåningen till skillnad från hushållsinlåningen handhas av professionella placerare och kan därför tänkas reagera snabbare på alternativ utanför bankerna som uppfattas som likvärdiga med bankinlåning eller certifikatsköp när det gäller placering av likviditet.

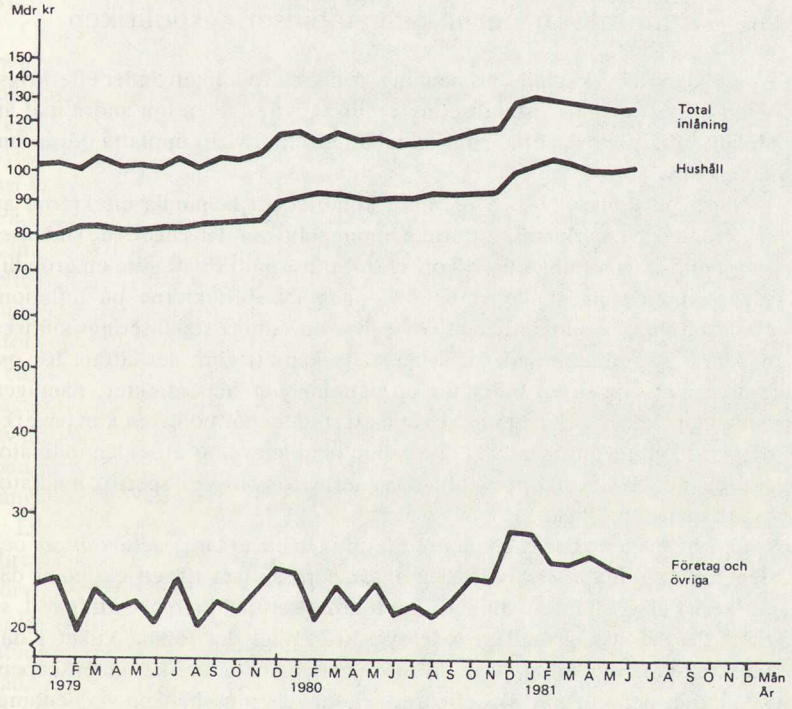


Diagram 3.1 Inlåning i svenska kronor i affärsbankerna (exkl. storinlåning) månadsvis, miljarder kronor

Not: Inlåningsökningen i december sammanhänger med räntekreditering.
Källa: SOS: Bankerna för kvartalssiffrorna och månadssiffrorna över total inlåning. Månadssiffrorna med uppdelning på hushåll och övriga är interpolerade med ledning av förhållandena inom Svenska Handelsbanken.

I appendix till detta kapitel presenteras statistik över den totala bankinlåningen fördelad på saldoklasser. Det visas där hur utomordentligt snedfördelad denna är. 0,9 procent av alla konton, svarande för 40 procent av den totala inlåningen, hade den sista december 1980 ett saldo över 100 000 kronor. Den totala behållningen på dessa konton var 106 miljarder kronor. Specialinlåning och bankcertifikat, vilka totalt svarade för 47 miljarder,

[1] På senare är har utvecklingen i Sverige gått mot allt kortare räntebindningstider för obligationer. Det kvarstår dock en stor skillnad mellan den i huvudsak avista inlåningen och obligationsplaceringar med bindningstider på upp till fem år. Se vidare beskrivningen av obligationsmarknadens utveckling i avsnitt 6.1.3.

faller helt inom denna grupp eftersom minimibeloppen där normalt är en halv resp. en miljon kronor.[1] Det innebär att så mycket som 59 miljarder av den vanliga inlåningen kommer från konton med så stor behållning som över 100 000 kronor.

Genomgången i detta avsnitt har syftat till att identifiera kreditmarknadernas viktigaste uppgifter. Det är väsentligt att förstå hur de kan tänkas lösas för att kunna göra en bedömning av konsekvenserna för kreditmarknadernas funktionssätt av en ekonomisk politik med starka inslag av regleringar på dessa marknader. En viktig uppgift för centralbanken är att påverka banksystemets funktion vad avser skapande av likviditet. Samtidigt är det väsentligt att detta görs på ett sådant sätt att det inte leder till negativa verkningar på kreditmarknadernas funktion att samordna sparande och investeringar och att omfördela riskbärande.

3.2 Kreditmarknaderna och stabiliseringspolitiken

Vi konstaterade i kapitel 2 att penning- och kreditpolitiken under efterkrigstiden främst använts i stabiliseringspolitiskt syfte. Även om andra mål än stabiliseringspolitiska ofta nämns i debatten väljer vi att uppfatta dessa som sekundära.

När vi i kapitel 4 och 5 närmare kommer att behandla effekterna av reglerande och marknadskonform penningpolitik är det således de stabiliseringspolitiska verkningarna vi koncentrerar oss på. För att göra en grundlig sådan utvärdering skulle vi behöva undersöka effekterna på inflation, sysselsättning, betalningsbalans osv., dvs. de slutliga stabiliseringspolitiska målen. Vi kommer emellertid i långa stycken att göra det lättare för oss genom att välja ut en indikator på penningpolitikens effekter, nämligen penningmängden och begränsa oss till att studera hur politiken kan påverka denna. I kapitel 5 förs en viss diskussion om behovet av en sådan indikator överhuvudtaget, samt om eventuella kriterier för val av en specifik indikator bland många möjliga.

Om vi börjar med frågan hur kreditpolitiken påverkar *sysselsättningen* och den reala *produktionen,* och begränsar perspektivet till en ekonomi där utrikeshandel och internationella kapitalrörelser spelar en obetydlig roll, så finns det här två grundläggande synsätt. Enligt det första, vilket i dag representerar huvudfåran inom den nationalekonomiska vetenskapen, åstadkoms penningpolitiska effekter genom att centralbanken via penningmängden kan påverka räntestrukturen och därmed den totala efterfrågan och sysselsättningen i ekonomin. Det andra synsättet – vilket haft stor inverkan på den faktiskt förda penningpolitiken i Sverige och i andra länder framför allt under 60-talet – vill dra fram det totala utbudet av kredit som den avgörande indikatorn. Dessa två synsätt har ofta kontrasterats mot varandra och ansetts leda till en fundamentalt olika syn på politikens verkningar. Enligt vår uppfattning är i själva verket skillnaden ganska marginell, åtminstone med en tillräckligt vid definition av det totala kreditutbudet.

Som vi påpekade i föregående avsnitt kan i och för sig penningmängden definieras på ett flertal olika sätt. Låt oss emellertid utgå från den i Sverige använda definitionen, M3, där i princip all inlåning i bankerna samt

[1] Dessa gränser tenderar att sjunka i marknadslägen när bankerna är angelägna att dra till sig inlåning.

allmänhetens fordringar på centralbanken inkluderas. En ökning av penningmängden måste således innebära en ökning av endera eller båda dessa poster. Men samtidigt måste det totala kreditutbudet – centralbankens och övriga bankers – av enkla bokföringstekniska skäl ha ökat lika mycket. Med en vid definition av kreditutbudet är en ökning av detta i stort sett identisk med en ökning av penningmängden. Skillnaden är endast att vi i förra fallet betraktar utvecklingen i banksystemets tillgångsposter och i det senare dess skuldposter.[1] Självfallet gäller inte samma ekvivalens vid en snäv penningmängdsdefinition som M1. Vad vi vill framhålla är att frågan gäller hur *vid* definitionen av den penningpolitiska indikatorn bör göras, snarare än om den bör utgå från tillgångs- eller skuldsidan av kreditväsendets balansräkning.

Vår uppfattning är att penningmängden – likaväl som någon eller några strategiska räntor eller den totala kreditvolymen – bör kunna ses som *en* rimlig indikator på penningpolitikens effekter på real produktion och sysselsättning. Detsamma gäller effekterna på inflationen.

Ofta uppfattas penningpolitikens huvuduppgift vara att påverka *inflationen* snarare än produktion och sysselsättning; i ett sorts maktfördelningsperspektiv görs centralbanken till värnare av ett fast penningvärde, medan regering och parlament genom finanspolitiken ges ansvaret för den fulla sysselsättningen. Denna uppdelning har till dels sin bakgrund i uppfattningen att inflationen på lång sikt är helt bestämd av penningmängdsutvecklingen. På kort sikt gäller dock inte detta. Snarare är det så att inflationen – lika väl som utvecklingen av reala storheter – är bestämd av samspelet mellan efterfråge- och utbudsfaktorer i ekonomin. I en ekonomi med stora outnyttjade resurser får en expansiv penningpolitik stor effekt på reala storheter och föga kortsiktig effekt på inflationen, medan det omvända gäller i en ekonomi med högt kapacitetsutnyttjande. Om vi med lång sikt menar ett läge med fullt kapacitetsutnyttjande, kan då den enda effekten av en ökning av penningmängden bli att priserna stiger så att den reala (prisnivåjusterade) penningmängden hålls oförändrad. I den bemärkelsen finns det ett nära långsiktigt samband mellan penningmängd och inflation.[2]

Det kan emellertid även på kort sikt finnas skäl att räkna med ett mer direkt samband mellan penningmängd och inflation. Detta opererar via förväntningsbildningen. Om det är så att inflationen av allmänheten *uppfattas* som långsiktigt bestämd av penningmängden, kommer dennas utveckling även på kortare sikt att ses som en viktig signal. Oberoende av rådande konjunkturläge kan det finnas en tendens att prissättarna i ekonomin anpassar sig efter de aktuella penningmängdssiffrorna. En sådan mekanism förefaller i dag att vara stark i länder som England och USA där penningmängdssiffror tillmäts en större betydelse än vad som är fallet i Sverige.

Hittills har resonemanget förts utan hänsyn till att Sverige är en öppen ekonomi. Som vi sett i kapitel 2 har de externa balansproblemen kommit allt mer i förgrunden i den svenska stabiliseringspolitiken. Från och med slutet av 60-talet har omsorgen om växelkurs och valutareserv kommit att dominera alltmera. Anledningarna till detta är flera. En är att det i dag ter sig betydligt svårare än tidigare att föra en växelkurspolitik av det slag som förs i Sverige. Liksom under Bretton Woods-perioden, då i princip alla västvärldens valutor hade ett fast värde gentemot dollarn och guldet, har riksbanken sökt hålla en

[1] Detta kan leda till olika slutsatser om vilka instrument som ska användas för att styra den ena eller andra sidan av balansräkningen och dess delposter.

[2] Det kan vara svårt att uttala sig om i vilken riktning detta orsakssamband går. Enligt ett synsätt skulle kostnadshöjningar vara den egentliga drivkraftentill inflationen. Dessa skulle sedan nödvändiggöra en expansiv penning- och finanspolitik, med åtföljande penningmängdsökning och inflation, för att upprätthålla full sysselsättning.

fast kurs för kronan även efter Bretton Woods-systemets sammanbrott. I dag fixeras kronan till en korg av valutor. Eftersom flera av de valutor som dominerar i denna korg flyter gentemot varandra, kan det ske stora och snabba förskjutningar i kronans värde i förhållande till enskilda korgvalutor. De stora variationerna i dollarkursen sedan 1975 är ett exempel på detta.

En annan orsak, som delvis hänger ihop med den första, är den svenska ekonomins snabbt ökade beroende av utvecklingen på de internationella kapitalmarknaderna. Korta, kurssäkrade placeringar på eurovalutamarknaderna har blivit alltmera självklara alternativ för företag och andra större placerare i Sverige. Ett plötsligt stort valutautflöde i form av korta kapitalrörelser av detta slag, föranledda av höga utländska räntor, leder lätt till förväntningar om justering av kronan, vilket leder till ytterligare spekulativa kapitalutflöden osv.

Frågan är nu i vilken utsträckning penningmängden kan användas som indikator på penningpolitikens effekter i en öppen ekonomi med en i princip fast växelkurs som den svenska. Det är klart att en fast växelkurs för ett litet land innebär att inflationstakten på *lång sikt* är given av inflationen i omvärlden. En snabbare inhemsk inflation än genomsnittet i de länder till vilka växelkursen är bunden, måste leda till underskott i betalningsbalansen och en uttömning av valutareserven. Detta kan inte pågå hur länge som helst och kan såvitt man inte vill justera växelkursen endast motverkas genom en dämpning av det inhemska inflations- och efterfrågetrycket. Genom att studera penningmängdsutvecklingen *satt i relation till* motsvarande utveckling i omvärlden kan man alltså bilda sig en uppfattning om penningpolitikens effekter på inflation och betalningsbalans. I detta avseende ter sig penningmängden även här som en lämplig indikator.

Om det emellertid förhåller sig så att de inhemska kreditmarknaderna är så väl integrerade med världsmarknaden att den inhemska (kurssäkrade) räntan inte kan avvika från världsmarknadsräntorna, är penningmängden omöjlig att styra ens på kort sikt. Varje försök från centralbankens sida att stimulera ekonomin genom en ökning av penningmängden motverkas ögonblickligen av ett utflöde av valuta förorsakat av det lägre inhemska ränteläget.

Även om kanske få små ekonomier är så fullständigt beroende av den utländska ränteutvecklingen över hela kreditmarknaden så är det dock ett faktum att länder som Sverige blivit alltmera känsliga för de internationella räntorna på de korta s. k. penningmarknaderna. Den inhemska räntan på korta placeringar, typ bankcertifikat kan inte ens under kortare tid avvika från räntan på motsvarande kurssäkrade placeringar på euromarknaderna utan att ge upphov till kraftiga valutarörelser (se närmare avsnitt 3.4). En viktig uppgift för en centralbank i en liten ekonomi med fasta växelkurser tycks därför i dag vara att se till att de inhemska korta räntorna följer med de internationella. Vi har dock valt att i huvudsak använda penningmängden som en indikator på effekterna på de kreditpolitiska målen. Visserligen har den svenska ekonomin i allmänhet och kreditmarknaderna i synnerhet blivit alltmer integrerade med omvärlden, men vår slutsats av diskussionen i avsnitt 3.4 är ändå att vi bl. a. på grund av valutaregleringen har en viss autonomi, åtminstone kortsiktigt. Det är främst under sådana förhållanden,

när vi verkligen har en handlingsfrihet, som det blir intressant att jämföra regleringar med marknadskonforma medel.

3.3 Aktörerna på kreditmarknaden

Riksbankens uppgift kan ses som att påverka någon eller några penningpolitiska indikatorer, t. ex. kreditvolym, penningmängd eller olika räntor. Dessa är emellertid inte möjliga att styra direkt utan utvecklas i ett samspel mellan riksbankens åtgärder och allmänhetens och de olika kreditinstitutens agerande. För att ge en bakgrund till detta ska vi här ge en översiktlig bild av de viktigaste aktörerna på den svenska kreditmarknaden.

Med allmänheten förstår vi en heterogen grupp alltifrån mycket professionella portföljförvaltare såsom stora företag och kommuner till enskilda hushåll med en obetydlig förmögenhet att placera. Gemensamt för dem alla är dock att de inte i första hand är inriktade på att sälja finansiella tjänster. Detta till trots är den interna långivningen inom denna grupp, framför allt i form av handelskrediter, mycket stor. Allmänhetens viktigaste placeringsmöjligheter anges av vidstående schablonartade balansräkning.

Allmänheten

Tillgångar	Skulder
Sedlar och mynt	Lån hos reglerade kreditinstitut
Bankinlåning	Lån hos oreglerade kreditinstitut
Specialinlåning och bankcertifikat	Interna lån
Statspapper, obligationer och andra skuldebrev	Utländska skulder
	Nettoförmögenhet
Aktier	
Realkapital	
Interna fordringar	
Utländska tillgångar	

Posterna på tillgångssidan har i stort sett uppdelats efter graden av likviditet, där definitionen av likviditet tar fasta på placeringens användbarhet som betalningsmedel. I ena änden på skalan har vi sedlar och mynt som är perfekt likvida. I den andra änden finns realkapital i olika former. Under normala omständigheter torde allmänhetens benägenhet att placera sin förmögenhet i båda dessa tillgångsslag vara ganska oberoende av måttliga förändringar i räntor och avkastningsförhållanden.[1] För en stabiliseringspolitisk analys är det därför de övriga tillgångsposterna som är mest intressanta.

Vanlig bankinlåning, specialinlåning och bankcertifikat utgör tillsammans med sedlar och mynt vad som i riksbankens statistik redovisas som penningmängd. Ca 60 procent av hushållens och 20 procent av företagens finansiella tillgångar hålls i form av pengar. Härav håller företagen ca 10 procent i bankcertifikat och 30 procent som specialinlåning. I kategorin "statspapper, obligationer och andra skuldebrev" finns vissa tillgångar som i

[1] Realkapital utgör dock självfallet en mycket stor andel av allmänhetens tillgångar. Enligt beräkningar i 1979–80 års konjunkturrådsrapport skulle t. ex. fastigheter, värderade till marknadspriser, svara för 2/3 av hushållens bruttoförmögenhet.

likviditet ligger pengar mycket nära. Samtidigt finns där sådana industri-, stats- och bostadsobligationer, som på grund av sin väsentligt längre löptid och räntebindningstid aldrig kommer att kunna närma sig bankinlåningen i likviditet. Slutligen har vi medtagit aktier som en särskild post. Genom sin osäkra utdelning skiljer sig dessa från obligationer. Trots en välutvecklad andrahandsmarknad kan de därför aldrig bli så likvida att de uppfattas som nära substitut för bankmedel. Av hushållens totala finansiella förmögenhet på 371 miljarder kronor (i dec. 1980) svarar börsnoterade aktier för 38 och obligationer (nästan uteslutande spar- och premieobligationer) för 43 miljarder kronor. Icke-finansiella företag har helt obetydliga placeringar i obligationer och aktier, 1,4 resp. 4,3 miljarder.[1]

Bortsett från de till hushållen specialdestinerade spar- och premieobligationerna håller allmänheten alltså i stort sett inga obligationer. Balansräkningarna ska emellertid bilda bakgrund bl. a. till diskussionen av alternativt utformade regleringssystem i kap. 4. Det finns då självfallet ingen anledning att à priori utesluta att allmänheten skulle efterfråga vanliga statsobligationer. I själva verket ska vi se att det kan ha stor betydelse, t. ex. för verkningarna av likviditetskrav, om staten sätter räntan så att obligationer kommer att efterfrågas av allmänheten.

För att övergå till skuldsidan av allmänhetens balansräkning är en från kreditpolitisk synpunkt viktig uppdelning den mellan lån från banker och andra reglerade kreditinstitut å ena sidan och lån på den oreglerade kreditmarknaden å den andra. Den dominerande delen inom den senare kategorin är intern långivning företag och hushåll emellan. Som framgår av tabell 3.1 utgörs t. ex. 30 procent av företagssektorns skulder av lån från andra inhemska företag. Härav var, den 31.12.1980, 59 procent handelskrediter. Återstoden är huvudsakligen koncernskulder. Till detta kommer att en stor del av den utländska upplåningen är handelskrediter. För hushållen spelar lån från andra hushåll och icke-finansiella företag en mycket mindre roll. Av totala registrerade skulder på 282 miljarder kronor 1980 stod handelskrediter och andra lån från företag för endast 3 procent. Lån från andra hushåll saknas dock i statistiken. Man kan här peka på att låneförmedlingen via bankernas notariatavdelningar, som dock inte bara berör hushållen, 1978 uppskattades till 12 miljarder och att totalt utestående villareverser 1979 uppgick till 4–6 miljarder kronor.[2]

Bland kreditinstituten intar bankerna en särställning genom att deras inlåning är fullt likvida betalningsmedel och utgör 90 procent av penningmängden. I presentationen av banksystemets balansräkning i tabell 3.5 har tillgångssidan delats upp i fem poster. Kassareserver ger normalt en lägre avkastning än andra placeringsmöjligheter. En viss mängd kassamedel hålls emellertid alltid för att garantera de insatta medlens säkerhet. Härutöver kan kassahållningen påverkas av krav från riksbankens sida. Periodvis har bankerna en betydande upplåning i riksbanken. Denna har här dragits ifrån deras tillgångar i riksbanken.

Utöver kassamedel kan bankerna placera sina tillgångar i utlåning och obligationer. Posten "övriga tillgångar" kan vi bortse ifrån, eftersom den endast innehåller sådant som bankerna inte själva kan, eller vill, påverka på kort sikt. Bankernas benägenhet att placera i obligationer påverkas av att dessa ger en fast ränta, medan deras inlåning å andra sidan till helt

[1] Källa: Finansräkenskaperna, SM N 1981:15, tab. G.3 och G.4.

[2] Källa: Stefan Ingves' expertrapport.

Tabell 3.5 Balansräkning för banksystemet den 30 april 1982, miljarder kr.

Tillgångar		Skulder	
Kassareserver[a]	14,6	Inlåning från allmänheten	243,5
Statspapper och obligationer	137,9	Specialinlåning o. bankcert.	76,3
Utlåning till allmänheten	251,9	Skulder t. utländska banker	69,7
Fordringar på utländska banker	34,7	Övriga skulder	98,8
Övriga tillgångar	50,2		
Balansomslutning	489,3		489,3

[a] Kassa samt nettoställning mot riksbanken och riksgäldskontoret.
Källa: SM K 1982:2.2, tabell 3.1.1.

överväldigande del har rörlig ränta. Om bankerna skulle ha en alltför stor andel långa obligationer i sina portföljer skulle en plötslig höjning av inlåningsräntorna kunna hota deras ekonomiska ställning. Normalt behövs därför påtagliga räntedifferenser, eller korta löptider eller räntebindningstider, för att bankerna ska vara intresserade av obligationer i större utsträckning. På en oreglerad marknad skulle man i stället räkna med att det främst är andra kreditinstitut, i första hand försäkringsbolag,[1] som på grund av den långfristiga karaktären av sina skulder, försäkringsåtaganden, uppträder som köpare av obligationer med längre löptid. Som synes har emellertid bankerna i dag, delvis till följd av likviditetskraven, en mycket stor andel av sina tillgångar i form av framför allt stats- och bostadsobligationer. På senare år har dock räntebindningstiderna för dessa förkortats. Se vidare avsnitt 6.1.3.

Bland bankernas skulder har vi skiljt på vanlig inlåning å ena sidan och specialinlåning och bankcertifikat (storinlåning) å den andra. Slutligen har medtagits skulder och fordringar mot utländska banker. Bankerna förbjuds av valutaregleringen att ta större egna positioner i utländska valutor. Den betydande nettoskuldsättningen mot utländska banker (35 mdr kr.) motsvaras av en utlåning till svenska företag i utländsk valuta.

Bland övriga reglerade institut är försäkringsinstituten de viktigaste. De skiljer sig på ett fundamentalt sätt från bankerna genom att de inte tar emot inlåning från allmänheten; försäkringsåtaganden utgör 85 procent av summa skulder. De kan därför inte på samma sätt som bankerna skapa likviditet, utan agerar främst på marknaden genom att efterfråga värdepapper och realtillgångar motsvarande sitt eget finansiella agerande. AP-fonden och försäkringsbolagen hade 1980 en årlig placeringskapacitet på ca 30 mdr kr., ungefär jämnt fördelad på de båda grupperna. Försäkringsbolagen har dock vuxit väsentligt snabbare än AP-fonden på senare år; deras andel av nyplaceringarna har vuxit från 34 procent 1976 till 47 procent 1980.[2] Sammansättningen av försäkringsinstitutens och AP-fondens finansiella tillgångar framgår av tabell 3.6.

Vid regleringar hänvisas de låntagare som blir ransonerade i bankerna dels till eventuella oreglerade kreditinstitut dels till inbördes långivning i form av handelskrediter och annat. Här skulle försäkringsbolagens kreditgivning kunna spela en viktig roll. Denna har av det skälet varit reglerad under större delen av efterkrigstiden (med undantag för perioden 1963–69). Under

[1] Försäkringsbolagens placeringspolitik påverkas också av att deras skulder har real karaktär. De kommer därför att söka placeringar i inflationssäkrade tillgångar.

[2] Bo Jonas Sjönander, En ännu inte oskadliggjord marknad, SE-Bankens kvartalsskrift 3–4/1981, tabell 1.

Tabell 3.6 Försäkringsinstitutens och AP-fondens finansiella tillgångar den 31 dec. 1980, miljarder kronor

	AP-fonden	Försäkrings-institut
Kassareserver	0,9	0,4
Bankcertifikat och skattkammarväxlar	–	1,9
Obligationer	117,3	58,6
Aktier	1,3	6,9
Lån	12,8	37,3
(varav till företag o. hushåll)	(4,8)	(29,0)
Övriga finansiella tillgångar	35,3	16,5
Summa finansiella tillgångar	167,8	121,6

Källa: Finansräkenskaperna SM N 1981:15, tabell G1.3 och G2.3.

1970-talet svarade finansbolagen för en växande oreglerad långivning. Sedan 1980 omfattas även flertalet av dessa av den kreditpolitiska lagstiftningen. Deras verksamhet illustreras av balansräkningen i tabell 3.7.

Trots den snabba expansionen under 70-talet är finansbolagen alltjämt små jämfört med bankerna. Utestående lån är endast ca 10 procent av banksektorns. Härav är kontokorts- och avbetalningskrediter, vilka kan uppfattas som renodlade konsumtionskrediter, mindre än hälften. På skuldsidan består huvuddelen av upplåningen av korta reverser och finansväxlar. Dessa utgör nära substitut till bankcertifikat, vars ränta de i stort sett följer. På detta sätt är banksektorns och finansbolagens upplåningskostnader på marginalen mycket nära knutna till varandra.

Till den "oreglerade" kreditmarknaden skulle också kunna räknas statlig utlåning över budgeten. Denna sammanfattas av tabell 3.8.

Som synes är den direkta statliga utlåningen omfattande. Den uppgår till 36 procent av bankernas utlåning till allmänheten och motsvarar 31 procent av statsskulden vid samma tidpunkt. Den helt dominerande delen består av bostads- och studielån till hushållen med stora inslag av subventioner. Den

Tabell 3.7 Finansbolagens tillgångar och skulder 31 dec. 1980. Mdr. kr

Tillgångar		Skulder	
Kassa, bank	1,1	Upplåning, svenska finansinstitut	7,4
Obligationer	0,0	Upplåning, allmänheten	16,2
Leasingobjekt	4,4	Övriga skulder – övriga tillgångar[a]	4,2
Kontokortsfordringar	3,1		
Factoring, confirming	3,1		
Avbetalningskrediter	4,9		
Övriga lån	11,2		

[a] Posten är uträknad som ett netto av övriga poster. P. g. a. olika periodiseringspraxis misstämmer balansomslutningen räknad från tillgångs- och skuldsidan i SCB:s statistik.

Källa: SM K 1982:2.2, tabell 5, SM K 1981:5, tabell 5.

Tabell 3.8 Statlig utlåning till allmänheten dec. 1981, miljarder kr

Bostadsstyrelsen	59,8
Arbetsmarknadsstyrelsen	3,6
Centrala studiestödsnämnden	17,3
Utvecklingsfonder	1,2
Övriga större statliga fonder	8,9
Summa utestående krediter	90,6

Källa: SM K 1982:2.2, tabell 1.

långivning som på ett mer direkt sätt skulle kunna konkurrera med bankutlåningen – t. ex. utvecklingsfonder och AMS – är liten. I denna sammanställning ingår emellertid endast en mindre del av de industripolitiska insatserna i form av lån från statliga kreditaktiebolag m. m. Självfallet ingår inte heller direkta statliga bidrag. Omfattningen av samtliga industripolitiska insatser framgår av tabell 3.9.

För kreditpolitikens verkningar, särskilt om den bygger på regleringar, är det av stor betydelse hur väl integrerade de olika finansiella delmarknaderna är med varandra. Detta beror ytterst på vilken förmåga och intresse aktörerna på marknaden har av att anpasa sina placeringar efter olikheter i

Tabell 3.9 Olika former av statlig medverkan i industripolitiska sammanhang 1970/71–1979/80. Utbetalade belopp i löpande priser, miljarder kronor

	70 70/71	71 71/72	72 72/73	73 73/74	74 74/75	75 75/76	76 76/77	77 77/78	78 78/79	79 79/80	Summa
Lokaliseringsstöd och transportstöd	0,3	0,5	0,4	0,6	0,9	0,7	0,8	0,8	0,7	1,0	6,7
Småföretagsinsatser (huvudsakl. lån från Industrikredit, Företagskredit, uvecklingsfonderna)	0,7	0,7	0,7	1,0	1,0	1,3	1,7	2,0	2,6	2,6	14,3
Företags- och branschinsatser genom Investeringsbanken och industriverket	0,6	0,6	0,5	0,5	0,8	1,3	1,0	2,0	1,3	1,3	9,9
FoU-insatser genom STU och Industrifonden, FoU-avdrag vid företagsbeskattningen samt bidrag till energisparande	0,2	0,2	0,2	0,3	0,7	0,8	0,8	1,1	1,2	1,9	7,5
Exportkreditfinansiering genom SEK och Investeringsbanken	0,4	0,6	1,1	0,6	1,1	1,4	1,6	1,7	1,0	1,5	10,9
Icke-permanent industristöd	0,1	0,4	0,2	0,2	0,5	1,2	3,6	4,0	7,6	7,7	25,6
Summa insatser	2,3	3,0	3,2	3,2	5,0	6,6	9,6	11,7	14,3	16,0	74,9

Siffrorna omfattar insatser i form av bidrag, kapitaltillskott, aktieköp, lån, infriade garantier m. m., men däremot inte utfärdade garantier.
Källa: Att avveckla en kortsiktig stödpolitik, SOU 1981:72, sid. 51.

avkastningsförhållanden. En rad faktorer har medfört att företag och andra som hanterar stora belopp på kapitalmarknaderna idag agerar mer sofistikerat än för tio eller tjugo år sedan. Det ökade beroendet av utlandsupplåning har bidragit till att det kommit att te sig alltmer lönsamt med en aktiv placeringspolitik. Datoriseringen har gjort att företagen omedelbart har tillgång till aktuella uppgifter dels om sina egna placeringar, dels om räntor och avkastningsförhållanden. Generationsväxlingen med en större andel ekonomer bland företagsledarna har ökat förståelsen för vikten av en utbyggd finansförvaltning. Slutligen, och antagligen viktigast, har den allmänna ekonomiska utvecklingen med snabbare inflation, rörligare växelkurser och högre och mer variabla räntor gjort vinsterna av en aktiv placeringspolitik mycket större än tidigare. Sammantaget gör detta att reaktioner på olikheter i avkastningsförhållanden mellan olika slag av tillgångar går snabbare idag än tidigare.

3.4 Sveriges penningpolitiska autonomi

Ett land som i likhet med Sverige för en politik med fasta eller styrda växelkurser kan på lång sikt sägas ha gett upp det mesta av sin penningpolitiska autonomi. Således kommer en snabbare penningmängdsutveckling än omvärldens att medföra en snabbare inflations- och kostnadsutveckling och därmed försämra *bytesbalansen*. I denna bemärkelse är det uppenbart att Sverige, om vi håller en fast växelkurs, saknar långsiktig penningpolitisk autonomi. På kort, dvs. något eller ett par års, sikt är slutsatsen inte lika entydig. Dels är sambandet mellan penningmängd och inflation svagare då, dels hinner eventuella olikheter i kostnadsutvecklingen gentemot omvärlden inte slå igenom fullt ut i bytesbalansen.

Den penningpolitiska autonomin begränsas emellertid inte främst av bytesbalansen utan även av möjligheten till *finansiella kapitalflöden* över gränserna. Dessa styrs av skillnader i avkastningsförhållanden. Om kapitalrörelserna är känsliga även för små avkastningsdifferenser skulle det svenska ränteläget och räntestrukturen få lov att även på kort sikt anpassas till omvärlden. I ett sådant fall skulle ingen penningpolitisk autonomi föreligga. En från omvärlden avvikande utveckling av penningmängd, kreditvolym eller ränta skulle bli omöjlig.

Den snabba utveckling och integration av de internationella kreditmarknaderna som skett på senare år har medfört att Sverige i avsaknad av valutareglering troligen skulle ha en helt obetydlig penningpolitisk autonomi. Valutaregleringen syftar till att försöka bevara denna åtminstone på kort sikt. Detta sker, såsom beskrivits i avsnitt 2.1.3.2, genom förbud mot transaktioner som primärt har finansiell innebörd. Undantag har på senare år gjorts för lång- och medelfristig utlandsupplåning. Valutaregleringen kan emellertid inte av naturliga skäl vara fullt effektiv i att förhindra valutarörelser som betingas av finansiella motiv. Finansiellt motiverade transaktioner kan döljas bakom betalningar med till synes real bakgrund. Vidare berörs vissa kapitalrörelser inte av valutaregleringen som den idag tillämpas.

De transaktioner som idag undandras valutaregleringen är av två huvudsakliga slag.[1] Det gäller kapitalrörelser i anslutning dels till utrikes-

[1] Resonemanget nedan bygger på Calmfors, L: Valutaregleringen, kapitalrörelserna och stabiliseringspolitiken, SOU 1980:51, kapitel 6, sid. 335–338.

handelns finansiering dels till de senaste årens utlandsupplåning. En första möjlighet till kapitalrörelser i anslutning till utrikeshandeln är de handelskrediter som ges av svenska eller utländska kreditinstitut för att finansiera export och import. Företagen har härvid stora valmöjligheter mellan utländsk och inhemsk finansiering, vilket skapar förutsättningar för betydande kapitalströmmar. För det andra ges en möjlighet till kapitalrörelser förbundna med utrikeshandel genom betalningsförskjutningar i export och import, s. k. "leads and lags". Det har beräknats[1] att de genomsnittligt utestående exportfordringarna 1980 var 22 miljarder kronor medan importskulden uppgick till 18 miljarder. Härav bedömdes totalt omkring 23 miljarder vara "påverkbara" och alltså ett potentiellt hot mot valutareserven. Denna var vid samma tid ca 15 miljarder kronor. Vidare har de internationella koncernerna stora möjligheter att göra finansiella omplaceringar. Då inomkoncernbetalningar svarar för minst en fjärdedel av utrikeshandeln innebär detta stora möjligheter till kapitalrörelser.

Den långsiktiga upplåningen i utlandet i syfte att täcka bytesbalansunderskottet ger två problem i detta sammanhang. För det första brukar det med hänsyn till vår internationella kreditvärdighet anses önskvärt med en utlandsupplåning där såväl staten som den privata sektorn medverkar. Detta innebär att den inhemska kreditpolitiken med marknadskonforma medel (tillräckligt höga svenska låneräntor) eller regleringar (utlåningstak, emissionskontroll) måste göra utländsk upplåning attraktiv. För det andra ger amorteringar av de existerande utlandslånen upphov till ett kapitalutflöde om inte nya lån upptas. Den icke-statliga sektorns amorteringar kommer de närmaste åren att vara av storleksordningen 5–7 miljarder kronor per år.

Det är således klart att potentialen för korta kapitalrörelser är stor. Innebär detta att Sverige även på kort sikt saknar möjligheter att ha en ränta som avviker från omvärldens? I första hand är det de korta räntorna, framför allt på specialinlåning och bankcertifikat, som kan väntas vara känsliga för det internationella ränteläget. Om växelkurserna av placerarna väntas ligga fast torde inhemska och utländska räntor komma att följa varandra nära. Annars kan de skilja sig åt som ett uttryck för förväntningar om växelkursändringar. En jämförelse bör därför baseras på utländska lån som säkrats mot ändringar av växelkursen. Figur 3.2 visar räntan på tremånaders specialinlåning och kurssäkrade eurodollarlån med samma löptid. Diagrammet visar att det svenska ränteläget i grova drag följer omvärldens. Svängningarna har emellertid, åtminstone tidigare, varit väsentligt mindre och den inhemska räntan följde inte alls med upp i topparna, t. ex. 1974 och 1977.[2] Skillnaderna har dock på senare år varit väsentligt mindre. De avvikelser som förekommit torde delvis förklaras av regleringen av utlåningsräntorna, vilken sätter en gräns för hur mycket bankerna är villiga att betala för sin inlåning. En samverkande förklaring är att straffräntan, till vilken bankerna kan låna i riksbanken, hållits kvar på en lägre nivå.

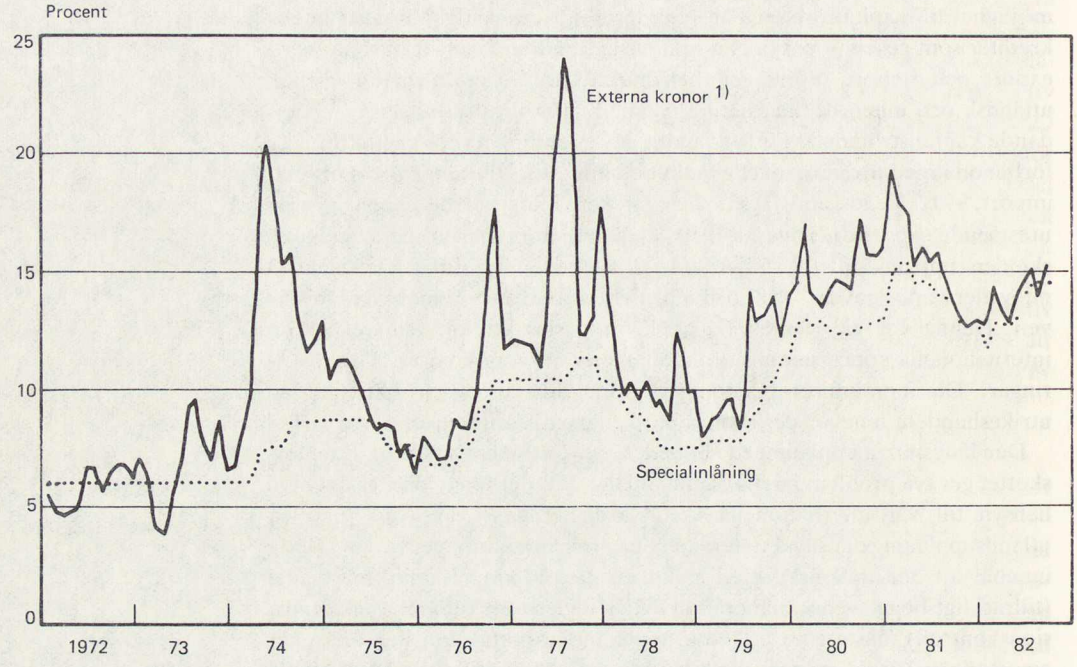
Diagram 3.3 visar den privata sektorns valutautflöde relaterat till räntedifferensen mot utlandet. Särskilt mot slutet av perioden märks ett mycket nära samband. Låga svenska räntor ledde t. ex. 1977 och 1981 till ett betydande valutautflöde. Vid båda tillfällena betingades ränteskillnaden av devalveringsförväntningar, som resulterade i höga terminssäkringspremier.[3]

[1] SOU 1980:51, sid. 117 f.

[2] För de senaste åren visar data att bankcertifikaten, vars ränta varierar från dag till dag, följer den internationella räntan något närmare än vad specialinlåningsräntan gör.

[3] Före devalveringen 1977 var t. ex. räntan på ett vanligt eurodollarlån 6 procent, medan motsvarande kurssäkrade ränta låg på 23 procent. Se Ström, Kreditpolitik och valutareglerande åtgärder SOU 1980:51, sid. 433.

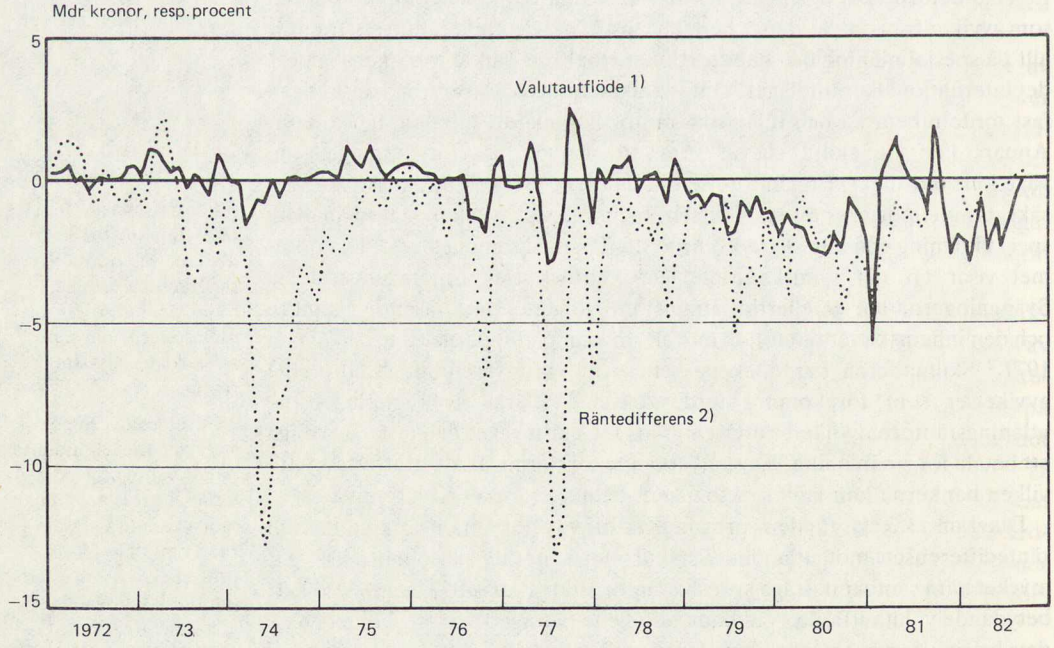
Diagram 3.2 Penningmarknadsräntor 1972–1982



1) kurssäkrade tremånaders eurodollarlån

Källa: Handelsbanken

Diagram 3.3 Valutautflöde och relativt ränteläge 1972–1982



1) valutareservens förändring minus statens utlandslån

2) specialinlåning minus externa kronor

Källa: Handelsbanken

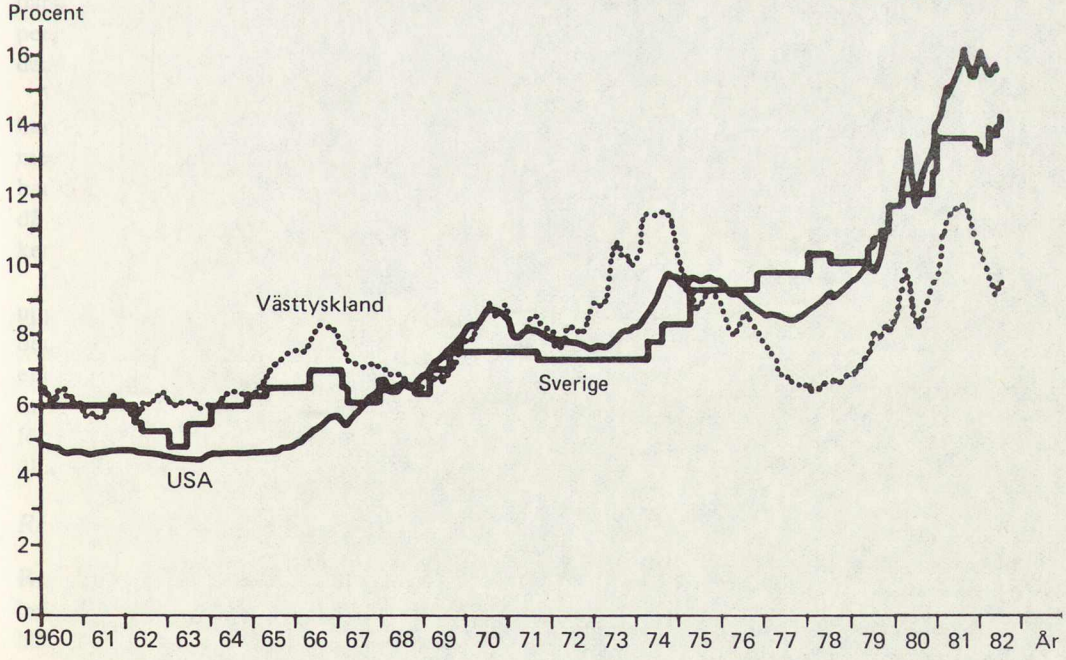
1977 följde också en devalvering, medan valutautflödet i januari 1981 motverkades genom en höjning av det inhemska ränteläget. Sammanfattningsvis tyder siffermaterialet på att utrymmet för en oberoende utveckling av de korta räntorna är starkt begränsat, men att valutaregleringen bidrar till att ge en viss autonomi på kort sikt. Autonomin synes dock ha minskat på senare år.

De ovan presenterade diagrammen avser de korta räntorna. Det är främst här som det finns anledning att vänta ett nära kortsiktigt samband. De möjligheter till kringgående av valutaregleringen som finns har ju främst att göra med möjligheten att förlänga eller förkorta betalningsterminer av olika slag. Det är naturligt att tänka sig att denna typ av medel i första hand placeras i likvida tillgångar. Självfallet finns det emellertid ett samband mellan räntebildningen på papper med olika löptid. Räntorna binds nämligen samman av marknadens förväntningar om den framtida räntenutvecklingen; om den korta räntan idag ligger högt men väntas falla i framtiden kommer den långa räntan idag att ligga förhållandevis lågt, medan det omvända skulle gälla om den korta räntan väntades stiga i framtiden.[1] Av detta följer att *om* Sverige bedöms sakna oberoende vad gäller de korta räntorna och *om* de långa räntorna bildas utifrån förväntan att sådant oberoende saknas även framgent, då måste även de långa räntorna nära följa den internationella utvecklingen. Hur nära detta samband är i verkligheten är svårare att belysa än för de korta räntorna, eftersom det inte finns lätt tillgänglig statistik över obligationer med jämförbara löptider och konstruktion i övrigt. Diagram 3.4 jämför genomsnittliga obligationsräntor i Sverige, Väst-Tyskland och USA. Under Bretton Woods-systemets dagar var dessa

[1] Detta beroende, som brukar sammanfattas i den s. k. yield-kurvan, diskuteras mer i detalj i Lars Nybergs expertrapport. Det bör också noteras att det idag i Sverige saknas en marknad för långa obligationer i egentlig mening. Se avsnitt 6.1.3.

Diagram 3.4 Industriobligationsräntor 1960–1982

Anm: För Sverige anges lägsta emissionsränta för industriobligationer, för USA och Väst-Tyskland månadsgenomsnitt av effektiv marknadsränta.
Källa: OECD.



något så när jämförbara. Därefter måste hänsyn tas till förväntningarna om växelkursändringar. I stort sett kan diagrammet sägas jäva bilden av en nedreglerad svensk ränta. Ett undantag utgör möjligen början av 70-talet, där det är särskilt notabelt att Sverige, som då hade fast växelkurs med D-marken (möjligen också med devalveringsförväntningar), inte följde med de höga tyska räntorna 1973–74. På senare år ligger i stället de svenska räntorna förhållandevis högt. Detta kan förklaras av olikheter i förväntad växelkursutveckling.

Frågan om kapitalrörelsernas räntekänslighet har närmare behandlats i ett par studier. Oss veterligen har dock ingen gjorts på data som täcker senare hälften av 1970-talet. Resultatens relevans för en bedömning av dagens möjligheter att bedriva en självständig politik är därför starkt begränsad. Lybeck[1] uppskattar ekonometriskt att i den mån riksbanken genom utlåningstak lyckas skapa en ransonering, så kommer ca 45 procent av överskottsefterfrågan att mötas med kapitalinflöde. En diskontohöjning på en procentenhet ger enligt samma undersökning ett *engångs* kapitalinflöde om ca 350 mkr, räknat vid 1977 års nivå på BNP, och en permanent förbättring av kapitalbalansen på ca 150 mkr. Grassman och Herin[2] finner att en åtstramning av den inhemska delen av den monetära basen ger upphov till ett ungefär hälften så stort kapitalinflöde.

Sammantaget ger tillgängliga data bilden av en viss kortsiktig autonomi för den svenska ränteutvecklingen och därmed för kreditpolitiken. Framför allt torde detta gälla de långa räntorna, även om de empiriska studierna inte har jämfört korta och långa räntor. Slutsatserna måste generellt förses med starka reservationer eftersom ingen systematisk studie har gjorts av de senaste årens utveckling.

[1] Johan A. Lybeck, Effekten av Riksbankens kreditpolitik på konsumtionen, investeringarna och importen av utländskt kapital, SE-Bankens kvartalsskrift 1977, nr 1–2.

[2] Sven Grassman och Jan Herin, De korta kapitalrörelsernas bestämningsfaktorer, SOU 1976:27.

Appendix Inlåning i affärsbanker, sparbanker och föreningsbanker fördelad på saldoklasser[1]

Beräkningarna utgår från den offentliga statistikens uppgifter om totalt antal inlåningskonton och genomsnittsbelopp i affärsbanker, sparbanker och föreningsbanker. Därvid ingår även bankcertifikat med avdrag för till andra banker sålda certifikat. Inlåning i utländsk valuta har uteslutits liksom PKbankens avräkningskonto med postverket, som inte kunnat saldoklassfördelas. Uppgifterna avser 31/12 1980, vilket är den senaste tidpunkt vid vilken antals- och beloppsuppgifter finns tillgängliga för samtliga bankgrupper. Dessa är emellertid inte fördelade på saldoklasser.

Beräkningsmetod

I riksskatteverkets betänkande "Kontroll av räntor" (RSV, november 1980) ingår en stickprovsundersökning av bankinlåningens fördelning på saldoklasser med fördelning på fysiska personer, juridiska personer och övriga. Stickprovsundersökningen baserar sig på grundmaterial från två affärsbanker, tre sparbanker och samtliga föreningsbanker. För de förstnämnda bankgrupperna har materialet sedan räknats upp till totalnivå för bankgrupperna. Uppgifterna hänför sig i vissa fall till december 1978 och i vissa fall till december 1979.

Vid avstämningen av RSV:s undersökning mot den offentliga statistiken har konstaterats att inlåningen från fysiska personer nära överensstämmer med hushållsinsinlåningen enligt statistiska centralbyråns definition. Vidare har undersökningens grupper juridiska personer och övriga slagits samman, då denna fördelning inte kunnat genomföras i samtliga undersökta banker.

De saldoklassfördelade siffrorna från RSV:s undersökning har räknats upp till att för samtliga banker avse 31 december 1980. Detta har gjorts så att den totala inlåningen från fysiska personer blivit lika med hushållsinlåningen enligt den officiella statistiken vid denna tidpunkt. Inlåningen från företag m. fl. har därefter räknats fram som en restpost. När dessa totalbelopp har fördelats på saldoklasser har det antagits att behållningen på samtliga konton ökat proportionsvis lika mycket från 1978/79 till 1980.

Resultat

Resultatet av beräkningarna framgår av tabell 3.10, där antalet konton och belopp fördelats på saldoklasser. Det är ett inom den ekonomiska litteraturen väl känt förhållande att när det gäller kontonas fördelning på

[1] Utarbetat av Astor Olsson och Jan Wallander, Svenska Handelsbanken.

Tabell 3.10 Inlåning[a] i affärsbanker, sparbanker och föreningsbanker i svenska kronor 31 dec. 1980.
Fördelad på saldoklasser

Antal konton Saldoklass kr.	Fysiska personer		Företag m. fl.		Totalt	
	Antal 1 000-tal	%-förd.	Antal 1 000-tal	%-förd	Antal 1 000-tal	%-förd
0– 1 000	10 721	44,2	593	47,7	11 314	44,4
1 001– 3 000	4 356	18,0	191	15,3	4 547	17,8
3 001– 5 000	2 365	9,8	88	7,1	2 453	9,6
5 001– 10 000	2 693	11,1	105	8,4	2 798	11,0
10 001– 20 000	2 116	8,7	89	7,2	2 205	8,7
20 001– 50 000	1 397	5,8	77	6,2	1 474	5,8
50 001–100 000	422	1,7	44	3,5	466	1,8
100 001–	160	0,7	57	4,6	217	0,9
Summa	24 230	100,0	1 244	100,0	25 474	100,0

Belopp Saldoklass kr.	Belopp Mkr	%-förd	Belopp Mkr	%-förd	Belopp MKr	%-förd
0– 1 000	2 174	1,2	131	0,2	2 305	0,9
1 001– 3 000	8 861	5,1	383	0,4	9 244	3,5
3 001– 5 000	10 238	5,8	377	0,4	10 615	4,0
5 001– 10 000	21 092	12,0	814	0,9	21 906	8,3
10 001– 20 000	31 992	18,3	1 328	1,5	33 320	12,6
20 001– 50 000	44 969	25,7	2 670	3,0	47 639	18,0
50 001–100 000	29 618	16,9	3 211	3,6	32 829	12,4
100 001–	26 249	15,0	80 566	90,0	106 815	40,3
Summa	175 193	100,0	89 480	100,0	264 673	100,0

[a] Inlåning från allmänheten i svenska kronor
+ bankcertifikat i svenska kronor
– till andra banker sålda bankcertifikat
– PKbankens avräkningskonto med posten
Källor: SOS Bankaktiebolagen
SOS Sparbankerna
Sveriges Föreningsbanker

olika inlåningsbelopp, så bör man erhålla en sned fördelning med stark koncentration av kontona till de lägsta inlåningsklassrna. Det stämmer med det erhållna resultatet. Enligt våra beräkningar hade sålunda vid den här aktuella tidpunkten nära 72 % av kontona (fysiska personer 72 %, företag m. fl. 70 %) en behållning understigande 5000 kronor. Samtidigt svarade dessa konton inte för mer än drygt 8 % av inlåningsvolymen (fysiska personer 12 %, företag m. fl. 1 %).

Omvänt hade endast 8,5 % av kontona en behållning överstigande 20 000 kronor (fysiska personer 8,2 % företag m. fl. 14,3 %). På dessa konton stod samtidigt drygt 70 % av inlåningen (fysiska personer 58 %, företag m. fl. 97 %).

Problem och felkällor

Undersökningens resultat har kontrollerats genom att motsvarande beräkningar utförts rörande de aktuella förhållandena inom Handelsbanken. Dessa beräkningar har därefter tillställts berörda bankgrupper för yttrande. De därvid erhållna kommentarerna bekräftar att beräkningarna ger en representativ bild av inlåningskontonas fördelning på saldoklasser.

Vår undersökning avser fördelningen av antalet konton. Vad vi egentligen skulle vilja veta är hur kundernas inlåning fördelar sig på belopp av olika storlek. Det totala antalet konton är i genomsnitt ca tre per svensk medborgare. Skulle den relativa fördelningen som vi erhållit förändras nämnvärt om fördelningen avsett inte konton utan kunder? Vi vet att kunder med större totalinlåning har ett påtagligt större antal konton än kunder med lägre totalinlåning. Fördelningen skulle därför troligen blivit ännu snedare om den avsett kunder istället för konton.

4 Reglerande kreditpolitik

Den svenska kredtipolitiken har som framgått under hela efterkrigstiden utmärkts av marknadsregleringar av olika slag. Periodvis har dessa nästan helt tagit formen av rekommendationer från riksbankens sida medan under andra perioder formella regleringar med stöd av den kreditpolitiska lagstiftningen varit vanligare.

En anledning till att regleringar åtnjuter sådan popularitet som politikinstrument kan vara att de synes verka direkt på de storheter som man vill påverka. Ett prisstopp eller ett räntetak slår utan omvägar mot de pris- och räntehöjningar man vill undvika. Även de mot regleringar mest kritiskt inställda måste nog hålla med om att regleringar kan vara effektiva medel i vissa situationer. Nödvändiga förutsättningar för detta är emellertid att regleringsåtgärderna sätts in temporärt och oväntat. Problemet med regleringar som tillåts bli permanenta är att det alltid skapas möjligheter att kringgå dem. Kreditmarknadsregleringar av typ lånetak och räntereglering kommer med tiden att kringgås genom att krediter istället slussas via andra, oreglerade sektorer av kreditmarknaden. På lång sikt tenderar därför effekterna av regleringarna att bli obetydliga eller inga förutsatt att det är omöjligt att reglera *hela* kreditmarknaden.

Att man kan visa att en reglering saknar effekt på lång sikt betyder alltså inte att man har visat att den överhuvudtaget är verkningslös. På kort sikt kan regleringen mycket väl ha stor effekt, men förr eller senare kommer motverkande faktorer att börja sättas in. Hur länge regleringen kan tänkas verka är en empirisk fråga på vilken det inte går att ge några generella svar.

Det är inte bara så att en reglerings effektivitet hänger samman med huruvida den används permanent eller tidsbegränsat. Det är också viktigt för dess verkningskraft att den sätts in så oväntat som möjligt. Om t. ex. företag och hushåll under en längre tid upplevt att högkonjunkturperioder regelbundet medfört starka begränsningar i möjligheterna att låna i bankerna, kan detta leda till att de etablerar andra kreditkontakter för att slippa de problem en följande kreditbegränsning innebär.[1]

Regleringarnas effekter kommer först att diskuteras utifrån deras stabiliseringspolitiska verkningar. Huvuddelen av denna diskussion förs i avsnitt 4.1, som behandlar utlåningsreglering och likviditetskrav. Räntereglering och emissionskontroll tas sedan upp i 4.2 och 4.3. Vi har ju konstaterat i kapitel 2 att stabiliseringsmål har varit primärt styrande för variationer i kreditpolitikens styrka. Samtidigt konstaterade vi att när regleringar

[1] Den i den nationalekonomiska debatten under senare tid så uppmärksammade "rationella förväntningsskolan" kan sägas ha satt fingret på just denna distinktion mellan tillfälliga eller icke förväntade politikåtgärder å den ena sidan, och permanenta eller förväntade å den andra.

använts, detta val i stor utsträckning har betingats av en strävan att undvika vissa effekter på resursallokering och inkomstfördelning, främst sådana som skulle följa från ett högt ränteläge. Regleringarnas verkningsgrad i detta avseende diskuteras i avsnitt 4.4. Kritiken mot regleringar har tagit fasta på effekter på resursallokeringen i andra avseenden. Dessa sidoeffekter diskuteras i avsnitt 4.5. Ett ställningstagande till regleringarnas roll i kreditpolitiken måste baseras på en jämförelse med andra medel för att uppnå samma mål. Vad gäller effekter på resursallokering och inkomstfördelning görs jämförelsen i slutet av detta kapitel. Slutsatsen är att skatter och subventioner i allmänhet är lämpligare medel i dessa avseenden. I kapitel 5, som behandlar marknadskonform penningpolitik, görs sedan jämförelser vad beträffar de stabiliseringspolitiska målen.

De kreditpolitiska regleringarna kan indelas i tre kategorier: kvantitativa regleringar riktade mot kreditinstitut, ränteregleringar riktade mot kreditinstitut samt regleringar riktade mot andra låntagare än kreditinstitut. Vi ska i det följande diskutera effekterna av de olika typerna av medel tagna var för sig. Det är emellertid viktigt att hålla i minnet att de i praktiken ofta har tillämpats i kombination med varandra, och att t. ex. effekten av en kvantitativ reglering beror på om också räntorna samtidigt är reglerade.

4.1 Stabiliseringspolitiska effekter av kvantitativa regleringar[1]

De viktigaste kvantitativa regleringarna är likviditetskrav och utlåningsreglering. De diskuteras i detta avsnitt ur stabiliseringspolitiskt perspektiv. Båda formerna av reglering riktar sig mot avgränsade delar av de reglerade kreditinstitutens balansräkningar. De har tillämpats så att de endast har berört vissa kreditinstitut, medan andra lämnats i huvudsak oreglerade. Deras effekter kan därför väntas bero på dels i vilken utsträckning de reglerade instituten genom omdisposition i sina egna balansräkningar eller sinsemellan inom gruppen av reglerade institut kan reducera regleringarnas verkningar, dels på i vilken utsträckning verkningarna på det finansiella systemet totalt kan minskas genom att den oreglerade delen av kreditmarknaden övertar de reglerade kreditinstitutens funktioner. Ju starkare dessa substitutionsmekanismer verkar desto svagare blir regleringarnas stabiliseringseffekter. För att få en uppfattning om möjligheterna till substitution är det lämpligt att hålla i minnet de stiliserade balansräkningar för det finansiella systemet som sattes upp i föregående kapitel.

Som referens återger vi här i ytterligare avskalad form de balansräkningar vi kommer att använda oss av för resonemangen i detta avsnitt. De bygger på en uppdelning av alla aktörer på marknaden i två kategorier: "reglerade kreditinstitut" och "allmänheten". Argumentationen är avsedd att vara generellt tillämpbar på så vis att t. ex. försäkrings- eller finansbolag skall kunna hänföras till endera kategorin beroende på vilken specifik form av reglering som has i åtanke. Resonemanget blir emellertid mest rättframt om man identifierar "reglerade kreditinstitut" med banker; vi kommer också ibland att tala om t. ex. "bankinlåning" i stället för "inlåning hos reglerade

[1] Se även Johan Myhrmans expertrapport till utredningen.

kreditinstitut". Med borttagande av för resonemanget oväsentliga poster på balansräkningarna har vi då

Allmänheten

Sedlar och mynt	Lån hos reglerade kreditinstitut
Inlåning hos reglerade kreditinstitut	Interna skulder
Obligationer	Saldo övriga poster
Interna fordringar	

Reglerade kreditinstitut

Kassa[1]	Inlåning
Obligationer	Specialinlåning och bankcertifikat
Utlåning	Saldo övriga poster

Det bör observeras att statens och riksbankens balansräkningar inte behandlas i detta sammanhang. Anledningen är att regleringarna genomgående kan ses som medel för att påverka stabiliseringspolitiska mål i ekonomin utan att involvera statsskuldspolitik, där riksgäldskontoret emitterar statspapper, eller öppna marknadsoperationer där riksbanken köper och säljer värdepapper på en andrahandsmarknad. I termer av den enkla modell för analys av penningpolitikens effekter som diskuteras i kapitel 5, där penningmängden uppfattas som bestämd av kreditmultiplikator och monetär bas, kan man säga att regleringar endast påverkar kreditmultiplikatorn medan den monetära basen hålls oförändrad.

En avgränsning av resonemanget är att vi inte explicit tar hänsyn till möjligheterna till finansiella transaktioner med utlandet. Anledningen till detta är att en diskussion av utlåningsreglering och likviditetskvoter bara ter sig intressant under förutsättning att en någorlunda verksam valutareglering bibehålls.[2] I ett sådant fall skulle det ju också överhuvudtaget i en ekonomi med fasta växelkurser bli omöjligt att föra en från omvärlden avvikande kreditpolitik; kreditvolym, penningmängd och ränta måste följa den internationella utvecklingen. En valutareglering av det slag som idag tillämpas innebär självfallet inte att kreditgivning över gränserna kan förhindras. Handelskrediter är det mest uppenbara exemplet på detta. För att inte komplicera framställningen onödigtvis har vi emellertid bortsett från förekomsten av internationella kapitalrörelser. Vi förutsätter således att valutaregleringen åtminstone kortsiktigt kan bromsa upp dessa. Problemet med kapitalrörelsernas utlandsberoende torde vara i stort sett likartat vare sig vi väljer att använda regleringar eller att föra en marknadskonform politik.

[1] Nettoställning mot riksbanken och riksgäldskontoret.

[2] Detta var också den erfarenhet som gjordes i England. Avvecklingen av valutaregleringen 1979 följdes snart av ett avskaffande av övriga kreditpolitiska regleringar sedan dessa visat sig verkningslösa.

4.1.1 Utlåningsreglering

Vid flera snabba åtstramningar av penningpolitiken, t. ex. 1969, har utlåningsregleringar varit ett av de dominerande medlen. Formella regleringar med stöd av lagen har endast varit i kraft kortare perioder, men riksbankens rekommendationer under övriga perioder har haft likartad verkan. Regleringarna har i allmänhet utformats som en högsta tillåten

ökning av den s. k. övriga utlåningen, d. v. s. utlåning till allmänheten exklusive bostadsbyggnadskrediter, jämfört med en viss basperiod. De har således haft en allokeringspolitisk sida. I detta avsnitt är vi dock enbart intresserade av det stabiliseringspolitiska syftet.

Som antytts ovan kan man vänta sig att effekterna av en utlåningsreglering beror av graden av substitution mellan posterna på de olika balansräkningarna. Substitutionsmöjligheterna kan begränsas av flera förhållanden. För det första kan flera samverkande regleringar tänkas låsa hela det finansiella systemet mer eller mindre fullständigt. För det andra kan de nödvändiga institutionerna och marknaderna saknas eller fungera illa, kanske på grund av att det inte skulle ha så stora funktioner att fylla i avsaknad av regleringar. För det tredje tar anpassning till nya förhållanden alltid tid. Poster på balansräkningarna kan på kort sikt uppfattas som låsta på grund av tidigare gjorda åtaganden, men på lite sikt upphör tidigare kontrakt att gälla och omdispositioner kan göras. De båda senare punkterna gör att en reglering kan tänkas ha en kraftig stabiliseringspolititisk effekt på kort sikt, samtidigt som denna helt kan utraderas på lite längre sikt. Att institutioner och marknader utvecklas medför också att en reglering som har en kraftig kortsiktig effekt första gången den införs kan få en mycket svagare kortsiktig effekt när den redan använts ett antal gånger.

I enlighet med tidigare resonemang använder vi penningmängden som indikator på regleringarnas effekter på de stabiliseringspolitiska målen. Den representeras av posterna sedlar och mynt och inlåning i allmänhetens balans. Ett hänsynstagande till möjligheterna till valutaflöden skulle i allmänhet göra effekterna på penningmängden av en viss åtgärd mindre än annars. Sluteffekten kan dock väntas gå i samma riktning; det är bara storleksordningen som skulle minskas på grund av valutaläckaget. Det förtjänar också att upprepas att valet av penningmängden, snarare än total kreditvolym eller den allmänna räntenivån, som indikator enligt vår uppfattning inte har någon större betydelse för de dragna slutsatserna; analysen skulle kunna omformuleras med en alternativ indikator.

Analysen kan förenklas genom att utgå från att allmänhetens sedelinnehav knappast kommer att påverkas. Det innebär att förändringen av penningmängden kommer att överensstämma med förändringen av bankinlåningen. Låt oss börja med ett *utlåningstak som omfattar alla kreditinstitut.* Om vi vidare för att renodla resonemangen i ett första steg antar att *allmänheten inte innehar några obligationer* innebär det att bankerna inte har möjlighet att påverka någon annan post än utlåningen på sin tillgångssida, d. v. s. bankernas balansomslutning måste minska. Man skulle möjligen kunna tänka sig att bankerna försökte anpassa sin kassahållning. Under förutsättning att riksbankens balansräkning är opåverkad är emellertid den monetära basen, summa bankreserver och sedlar, given. Det enda sättet för bankerna att minska sin kassa skulle då vara att allmänheten förmåddes öka sitt sedelinnehav. Som påpekats påverkas emellertid detta knappast av måttliga räntevariationer.[1] Härav följer också att inlåningen och därmed penningmängden måste minska. För allmänheten innebär detta att när de nekas förlängning av sina lån måste de, totalt sett, dra ned på sina bankmedel. Effekterna sammanfattas av figur 4.1.

Effekterna avser hela allmänheten och alla reglerade kreditinstitut. Ett

[1] Det kan dock inte à priori uteslutas att ränteeffekterna blir så starka att allmänheten i någon mån ökar sitt sedelinnehav.

Reglerade kreditinstitut			
Kassa	0	Inlåning	–
Obligationer	0		
Utlåning	–		

Allmänheten			
Inlåning	–	Lån hos reglerade	
Obligationer	0	kreditinstitut	–
Interna fordringar	+	Interna lån	+

Figur 4.1 Effekter av ett skärpt utlåningstak när allmänheten inte innehar obligationer.[1]

enskilt hushåll eller företag kan självfallet undgå att drabbas likviditetsmässigt genom att sälja aktier t. ex. Man har vidare skäl att räkna med att den interna lånegivningen inom allmänheten, notariatslån m. m., kommer att öka. Totalt måste dock resultatet bli en neddragning av bankinlåningen. Vi kan se detta fall som att bankerna tvingas hålla en större andel än önskat av sina tillgångar i kassa, dvs. utlåningstaket fungerar här i princip som ett skärpt kassakrav.

När utlåningstak har tillämpats har de i allmänhet inte tvingat bankerna att dra ned sin utlåning, utan det har handlat om tak för den tillåtna *ökningen*. Det ändrar självfallet inga principer i resonemanget. Betrakta t. ex. det fall där en finanspolitisk expansion har åtföljts av försäljning av obligationer till riksbanken, dvs. vad som brukar betecknas som finansiering med sedelpressarna. Detta medför att inlåningen hos bankerna ökar. I avsaknad av regleringar ger detta utrymme för en utlåningsökning, varav en del går tillbaka till bankerna som inlåning osv. Denna kreditexpansionsprocess leder till en ökning av penningmängden. En utlåningsreglering skär av expansionen och leder under här givna förutsättningar till en lägre penningmängdsökning än som annars hade blivit fallet. På motsvarande sätt behandlas i detta avsnitt genomgående effekter relativt till den situation som skulle ha uppkommit utan regleringar, även om vi för enkelhets skull talar om effekterna som "ökningar" och "minskningar".

Låt oss fortsätta att betrakta en utlåningsreglering av samtliga kreditinstitut men nu i stället anta att *allmänheten innehar obligationer.* Med obligationer förstår vi här alla typer av placeringar som för bankerna kan tjäna som alternativ till den reglerade utlåningen och till kassa (hit räknas inte värdepapper utgivna av bankerna t. ex. bankcertifikat). När bankerna tvingas dra ned sin utlåning kan de i stället tänkas vilja öka sina obligationsplaceringar. Obligationsinnehavarna är dock antagligen till stora delar inte samma företag och hushåll som de som fått sina lån nedskurna. Det är därför troligt att bankerna på kort sikt endast kommer att ersätta en del av lånebortfallet med obligationer. Detta kommer att bidra till att driva ned obligationsräntorna, vilket gör det mindre lockande för bankerna att ersätta bortfallet av utlåning med ytterligare obligationsköp. Samtidigt kommer notariatslån m. m. att tendera att öka. Det kortsiktiga resultatet skulle alltså bli följande.

I detta läge kvarstår emellertid en otillfredställd efterfrågan på lån från vissa hushåll och företag samtidigt som andra hushåll och företag fortfarande äger obligationer. Det förefaller sannolikt att dessa i stor utsträckning

[1] Ett minustecken innebär att motsvarande post är mindre efter införandet av regleringen ifråga än den annars skulle ha varit, en nolla att den är opåverkad och ett plustecken att den är större.

Reglerade kreditinstitut			
Kassa	0	Inlåning	–
Obligationer	+		
Utlåning	–		

Allmänheten			
Inlåning	–	Lån hos reglerade	–
Obligationer	–	kreditinstitut	
Interna fordringar	+	Interna lån	+

Figur 4.2 Kortsiktiga effekter av ett skärpt utlåningstak när allmänheten innehar obligationer

kommer att mötas vartefter tiden går; det ligger ju t. ex. i bankernas intresse att förmedla notariatslån, varigenom utbudet av obligationer på marknaden skulle öka. På längre sikt skulle därför effekten på penningmängden kunna komma att helt utraderas, och vi skulle få följande effekter.

Det bör poängteras att vad vi kallat lång sikt mycket väl kan vara en ganska kort tidsperiod, månader eller veckor, om marknaden för villareverser fungerar väl, om allmänheten uppfattar notariatslån som något naturligt, om det är kutym att handelskrediter kan töjas på om det finns en väl utvecklad marknad för obligationer etc.

Reglerade kreditinstitut			
Kassa	0	Inlåning	0
Obligationer	+		
Utlåning	–		

Allmänheten			
Inlåning	0	Lån hos reglerade	
Obligationer	–	kreditinstitut	–
Interna fordringar	+	Interna lån	+

Figur 4.3 Långsiktiga effekter av ett skärpt utlåningstak när allmänheten innehar obligationer.

Vi kan nu ta ytterligare ett steg mot ökad realism och tänka oss att det existerar *oreglerade kreditinstitut.* Härigenom vidgas mängden möjliga kanaler genom vilka det finansiella systemet kan anpassa sig till regleringen. Nu skulle t. ex. oreglerade försäkrings- eller finansbolag kunna sälja obligationer till bankerna och i stället erbjuda lån till allmänheten. Detta ändrar ingenting i principerna i resonemanget ovan, men det ökar sannolikheten att man snabbt kommer till ett läge där effekten på penningmängden är obetydlig.

4.1.2 Likviditetskrav och placeringsplikt

Vid sidan av utlåningstak har likviditetskrav och allmän placeringsplikt varit de viktigaste kvantitativa regleringarna i Sverige under efterkrigstiden. Dessa krav är utformade som kvoter mellan vissa prioriterade placeringar, i första hand stats- och bostadsobligationer, å ena sidan och det reglerade institutets balansomslutning (med vissa undantag) räknad från tillgångs- eller skuldsidan. Skillnaderna mellan en likviditetskvot och en placeringskvot så som de har definierats av riksbanken är två. Dels har likviditetskvoten

inlåning i nämnaren medan placeringskvoten har totala placeringar. Dels är placeringskvoten marginell, dvs. den anger ett krav på ökningen av prioriterade i förhållande till totala placeringar mellan två tidpunkter, medan likviditetskvoten relaterar mängden prioriterade placeringar till inlåningen vid en viss tidpunkt. Valet mellan dessa båda utformningar är en teknisk lämplighetsfråga; likviditetskvoten har tillämpats för bankerna och placeringskvoten för försäkringsbolagen. Vi kommer i detta avsnitt fortsättningsvis att bygga resonemangen på likviditetskvoternas utformning, men slutsatserna gäller även för placeringskvoten.

Som vi sett i kapitel 2 har riksbankens användning av utlåningstak och likviditetskrav i stabiliseringspolitiska syften varierat. Om man tittar på de kraftigare skärpningarna av kreditpolitiken finner man att från det s. k. "idiotstoppet" 1969-70 och fram till åtstramningen i oktober 1976 ingick varje gång utlåningstak jämsides med diskonto- och straffräntehöjningar som ett medel. Därefter har emellertid vid flera tillfällen (nov 1979, juni 1980) likviditetskraven höjts i åtstramande syfte utan att någon utlåningsreglering införts. Riksbanksledningens uttalanden tyder också på att man på senare år uppfattat likviditetskraven som den viktigaste kvantitativa regleringen. Det bör noteras att under givna antaganden om inlåning och kassareserver i banksektorn kan man räkna ut den utlåning som svarar mot en viss likviditetskvot. Om vi schablonmässigt definierar likviditetskvot = obligationer/inlåning får vi, utlåning = (inlåning – kassareserver – likviditetskvot x inlåning).[1]

Kalkyler av detta principiella slag ligger bakom när riksbanken t. ex. i sitt kalendarium för juni 1980 anger att "de nya likviditetskraven kommer att ge utrymme för en utlåningsökning om endast ca 6 procent". Om än inte formellt bindande, ligger det nära till hands att uppfatta detta som ett utlåningstak till gagnet. För bankerna har en siffra för utlåningen också en mer operationell innebörd genom att den kan omsättas i riktlinjer för de enskilda bankkontoren.

Även om likviditetskrav i allmänhet åtföljts av rekommendationer om utlåningens utveckling, vilka i praktiken i stort sett fungerat som utlåningstak, kan det vara lämpligt att börja med att studera effekterna av att införa ett likviditetskrav isolerat.

Bankerna kommer i allmänhet att sträva efter att uppfylla ett likviditetskrav genom anpassning på såväl tillgångs- som skuldsidan av balansräkningen. Låt oss emellertid renodla resonemanget genom att först anta att *en enskild bank inte anser sig kunna påverka sin inlåning*. Detta kan sägas svara tämligen väl mot förhållandena före 1960-talets mitt när bankerna på kort sikt endast passivt tog emot den inlåning de fick till rådande diskontoanknutna räntor. Effekterna blir då desamma som vid ett utlåningstak. Om vare sig allmänheten eller den oreglerade sektorn innehar några obligationer i utgångsläget, tvingas bankerna dra ned sin utlåning och hålla den resulterande överskottslikviditeten i form av kassa. Likviditetskvoten skulle alltså här, liksom ett utlåningstak under samma förutsättningar, fungera precis som en höjd kassakvot och därmed via en sedvanlig kreditkontraktionsprocess leda till en minskning av penningmängden. Om bankerna däremot kan köpa obligationer från allmänheten skulle i detta fall inga effekter på penningmängden behöva uppstå. Precis som för utlåningstak är

[1] Detta samband följer direkt från bankbalansen på sid. 87, om man bortser från övriga tillgångar och skulder, samt av definitionen av likviditetskvoten.

det naturligt att vänta sig att trögheter i anpassningen gör att effekter på penningmängden uppstår på kort sikt men att dessa i stort sett bortfaller på längre sikt.

Med den betydelse som specialinlåning och bankcertifikat har idag är det orealistiskt att betrakta inlåningen som opåverkbar för en enskild bank ens på så kort sikt som någon vecka. Däremot är utlåningen av flera skäl trögrörlig på kort sikt, framför allt nedåt. Vid kraftiga neddragningar av lånevolymen skulle bankerna tvingas att säga upp ingångna låneavtal. Den formella bindningstiden för lån är visserligen i allmänhet sex månader, men i realiteten anser sig bankerna helt förpliktigade att låta lånen löpa efter den ursprungliga amorteringsplanen. Så väckte det t. ex. stor uppståndelse när riksbanken 1969 tvingade bankerna att dra ned sina checkräkningskrediter. En minskad takt i ökningen av volymen utestående lån behöver visserligen inte leda till så kännbara åtgärder, men även detta kan medföra påfrestningar på kundrelationer o. dyl.

Det finns av ovan anförda skäl anledning att undersöka konsekvenserna av antagandet att *bankerna håller sin utlåning konstant.* Särskilt på kort sikt framstår detta idag som ett mer realistiskt antagande än att inlåningen skulle vara passiv och att hela anpassningen till införandet av ett likviditetskrav skulle ske genom neddragning av utlåningen. Om vi först åter antar att allmänheten inte innehar några obligationer kan bankernas försök att öka sin inlåning endast resultera i att de drar till sig kassamedel, sedlar och mynt, från allmänheten. Penningmängden skulle i så fall vara helt opåverkad, men bankerna skulle ha mer kassareserver i förhållande till sin inlåning än vad de skulle ha haft i likviditetskvotens frånvaro. Det är emellertid, som påpekats tidigare, föga sannolikt att allmänheten i någon större utsträckning skulle kunna förmås att dra ned på sitt sedelinnehav, särskilt inte på kort sikt. Detta fall ter sig därför orealistiskt. Om allmänheten inte innehar några obligationer torde det med nödvändighet bli bankernas utlåning som får ge vika.

Om vid däremot antar att allmänheten, eller oreglerade kreditinstitut, innehar (prioriterade) obligationer i utgångsläget blir det fullt möjligt för bankerna att klara likviditetskravet genom att efterfråga mer specialinlåning för att därigenom kunna köpa obligationer. Vi skulle då få följande effekter på balansräkningarna.

Figur 4.4 Kortsiktiga effekter av ett skärpt likviditetskrav när allmänheten innehar obligationer och utlåningen är opåverkbar.

Reglerade kreditinstitut			
Kassa	0	Inlåning	0
Obligationer	+	Specialinlåning	+
Utlåning	0		
Allmänheten			
Specialinlåning	+	Saldo övriga	
Obligationer	−	poster	0

En liknande sluteffekt kan naturligtvis uppnås via en mer komplicerad kedja av mekanismer. Man kan t. ex. tänka sig att allmänheten köper bankcertifikat och säljer skuldförbindelser utgivna av oreglerade kreditinstitut, t. ex. finansbolagsreverser, vilka i sin tur säljer obligationer till bankerna.

Resultatet av ett höjt likviditetskrav skulle alltså, något paradoxalt, bli att penningmängden ökar. Denna slutsats står visserligen i strid med den gängse uppfattningen i frågan. Den är dock helt i linje med att bankernas kassakvot har minskat, mätt som de givna kassareserverna i förhållande till balansomslutningen. I enlighet med konventionell teori för utbudet av pengar, se avsnitt 5.2, innebär detta just en ökning av penningmängden. Att detta skulle representera en långsiktig jämvikt är dock osannolikt. Bankerna torde komma att sträva efter att åter öka sin kassahållning, eftersom deras risksituation knappast har påverkats. Det innebär att de gradvis kommer att dra ned såväl in- som utlåning. På litet längre sikt, när denna anpassning har skett, torde därför ett likviditetskrav lika litet som ett utlåningstak få någon större effekt på penningmängden i det fall där allmänheten håller obligationer i utgångsläget. På långt sikt har således, i det fall där allmänheten innehar obligationer, de båda regleringar vid studerat samma (obetydliga) verkningar. De kortsiktiga effekterna skulle däremot ha en tendens att bli rakt motsatta: utlåningstak minskar penningmängden, medan likviditetskrav leder till en ökning.

Verkningarna av likviditetskrav kan, till skillnad från utlåningstak, mildras genom omfördelning av tillgångar mellan de reglerade instituten. Om somliga ligger över och andra under det ställda kravet kommer verkningarna på systemet i dess helhet att minskas genom att de banker som ligger under kravet, genom att erbjuda bättre villkor på storinlåning, söker dra till sig inlåning från "överskottsbankerna". Härigenom kompliceras riksbankens användning av likviditetskrav; för att dessa skall få full verkan måste de sättas så att de "biter" lika hårt för alla. Detta kan vara svårt att åstadkomma utan en långtgående differentiering som ur andra synpunkter kan vara oönskad.

En aspekt som inte har berörts hittills är *effekterna på räntestrukturen*. En fullständig analys av ränteeffekterna är emellertid komplicerad och skulle leda för långt i detta sammanhang.[1] Den viktigaste effekten torde vara att likviditetskraven leder till en ökad efterfrågan från bankernas sida på storinlåning. Detta kommer att leda till en press uppåt på certifikats- och specialinlåningsräntor. Om allmänheten i stort sett inte innehar obligationer och andra tillgångar som kan avyttras torde pressen uppåt på storinlåningsräntan kunna bli relativt kraftig.

Likviditetskraven är resultatet av en ganska komplicerad kalkyl med ett stort antal poster inblandade. Det är därför inget lätt styrningsproblem för en bank att hamna precis på riksbankens krav. Vid underskridande utgår en avgift som sedan 1977 motsvarar en årsränta på 8 % på underskottet, att betalas under en månad. Eftersom räntan inte är avdragsgill mot skatten motsvarar den, vid 57 % bolagsskatt, en ränta före skatt på 18,6 %. Denna kostnad har betydelse för hur högt bankerna kan vilja driva upp räntor på storinlåning för att uppfylla likviditetskravet.

[1] Se emellertid diskussionen i avsnitt 6.1.3 samt i Johan Myhrmans expertrapport där han kommer fram till att hänsynstagande till ränteeffekterna troligen är av liten betydelse för slutsatsen om effekten på penningmängden.

4.1.3 Skillnad mellan statsskuldsfinansiering hos allmänheten och i banksystemet

I samband med att vi behandlar effekten av kvantitativa regleringar kan det vara naturligt att göra en utvikning och diskutera frågan om det från penningmängdssynpunkt gör någon skillnad om ett budgetunderskott

finansieras genom att sälja obligationer till bankerna eller till allmänheten. Enligt det synsätt som närmare utvecklas i avsnitt 5.2 där penningmängden bestämts av kreditmultiplikatorn och den monetära basen skulle det i avsaknad av regleringar inte föreligga någon sådan skillnad, eftersom varken multiplikator eller bas kan väntas påverkas. Vad gäller den monetära basen följer detta av att riksbanken inte köper obligationerna, och kreditmultiplikatorn bestäms i första hand av bankernas kassakvoter, vilka i avsaknad av regleringar inte torde påverkas.[1] Penningmängden påverkas således i frånvaro av regleringar inte av ett budgetunderskott vare sig detta finansieras genom försäljning av obligationer till bankerna eller till allmänheten.

Ovanstående slutsats kontrasterar mot den ibland framförda uppfattningen att upplåning hos bankerna skulle vara ungefär likvärdigt med upplåning i riksbanken. Denna uppfattning kan emellertid också äga sin giltighet, men då endast till följd av att bankerna genom regleringar, eller genom trögheter i portföljanpassningen, kan förmås att köpa och behålla obligationer som de i en slutlig jämviktssituation inte skulle efterfråga. Om de genom likviditetskrav tvingas att köpa obligationer som annars hade förvärvats av allmänheten kommer, som vi har sett, kassakvoten, åtminstone på kort sikt, att påverkas. Om bankerna huvudsakligen finansierar dessa obligationsköp med att ge ut bankcertifikat och ta in specialinlåning, innebär ju det att de sätter igång en kreditexpansionsprocess baserad på en minskning av kassakvoten. I ett sådant fall skulle alltså finansiering av budgetunderskottet hos bankerna fungera ungefär som finansiering i riksbanken och leda till en ökning av penningmängden. Som påpekats i föregående avsnitt finns dock ingen anledning att räkna med att denna effekt skall bli bestående och på längre sikt blir försäljning till bankerna åter likvärdigt från penningmängdssynpunkt med försäljning till allmänheten.

4.1.4 Empiriska erfarenheter

De slutsatser vi dragit om effekterna av utlåningstak och likviditetskvoter är baserade på principiella resonemang som förts med hjälp av de stiliserade balansräkningar som presenterades i början på kapitlet. Möjligheten att stödja sig på empiriska undersökningar, som testar dessa slutsatser är tyvärr små. Detta bekräftas av Johan Lybecks expertrapport till utredningen. Av det fåtal vetenskapliga undersökningar av en reglerande politik i allmänhet som finns gjorda finner han stöd för att en sådan politik skulle ha haft stabiliseringspolitiska effekter endast i Finland och Sverige. Han hänför detta till att kreditmarknaden i båda dessa länder är koncentrerad med ett fåtal institut som är dominerande samt att olika delmarknader är illa integrerade med varandra. Han pekar också på avsaknaden av en aktiv penningmarknad (något som knappast längre gäller för Sverige). Denna empiriska slutsats stämmer väl överens med våra resonemang ovan; en ofullständigt utvecklad kreditmarknad skulle ju t. ex. innebära svårigheter för den som kan sälja sina obligationer till bankerna att hitta alternativa placeringar utan starka räntedrivande effekter.

Det finns mycket få empiriska studier av kreditregleringar gjorda för Sverige. De två senaste baseras båda på ca ett decennium gamla data. Den första är en intervjuundersökning gjord av konjunkturinstitutet om effekterna av kreditåtstramningen 1969–70.[2] Den belyser den sammantagna

[1] Man skulle t. o. m. kunna hävda att man på en helt oreglerad marknad inte kan göra någon åtskillnad mellan försäljning till allmänheten och till bankerna. Vem som blir den slutliga innehavaren av obligationerna bestäms i det nya marknadsjämviktsläget och kan inte påverkas av vem riksbank och riksgäldskontor väljer att sälja till i första hand.

[2] Effects of Credit Policy – Swedish Survey Evidence 1969–71, Occasional Paper 7, Konjunkturinstitutet 1973.

effekten av hela åtstramningspolitiken: utlåningstak, likviditetskvotshöjningar, straffräntor och diskontohöjningar. Den kan således inte sägas isolera effekten av de reglerande medlen. Eftersom dessa intog en framträdande plats i politiken är det dock inte orimligt att tolka resultaten som indikationer på regleringarnas verkningar. Intervjuerna avsåg att utröna effekterna på industrins och kommunernas investeringsplaner. Effekten på kommunernas investeringar tycks ha varit obetydlig, medan man finner en negativ effekt på industrins fasta investeringar med ca 3 procent under 1969 och 7 procent under 1970, som ett resultat av den restriktiva politiken. Dessa effekter är dock små jämfört med neddragningen av bankutlåningen: "For industry the credit stringency was manifest as a halving of the borrowing in the regular market. But this decrease appears rather marginal in terms of the increase of the realized deficit and the extraregular borrowing to which industry seems to have had abundant access" (op.cit. s. 170).

Den andra undersökningen, av Johan Lybeck[1], baseras på ekonometriskt beräknade samband för investeringar, konsumtion m. m. Avvikelser mellan de värden som kunde prognosticeras med hjälp av dessa samband och de faktiskt observerade värdena tolkades av Lybeck som effekter av kreditrestriktionerna. Resultatet blev för åtstramningen 1970 att såväl konsumtion som investeringar påverkades negativt, tillsammans motsvarande ca en procent av BNP. Av den uppmätta ransoneringen i banksystemet tycks dock mer än hälften ha motverkats genom upplåning på andra marknader; 20 procent inom landet och 45 procent genom lån från utlandet. När man bedömer dessa undersökningars resultat skall man hålla i minnet att de kvantitativa regleringarna 1969–70 hade goda förutsättningar att bli verkningsfulla. De infördes efter en lång period av relativt lugn konjunkturutveckling, där formella regleringar lyst med sin frånvaro. Det torde därför knappast ha funnits välutvecklade oreglerade marknader; finansbolagen var i början av sin utveckling och försäkringsbolagen var reglerade. Regleringarna innehöll också moment som uppfattades som långtgående, framför allt kravet på en neddragning av beviljade checkräkningskrediter. Det är mot den bakgrunden notabelt att en stor del av effekten kunnat motverkas genom upplåning på oreglerade marknader. Lybecks studie tyder dock på att den största delen av denna motverkan kom via utlandet.

Det är också viktigt att framhäva att de senaste årens utveckling av en kort penningmarknad i Sverige innebär att förutsättningarna för att regleringarna skall bli verkningsfulla är väsentligt sämre än tidigare.

4.1.5 Slutsatser om de kvantitativa regleringarnas effekter i Sverige

De stabiliseringspolitiska effekterna av kvantitativa regleringar är starkt beroende av de möjligheter som reglerade kreditinstitut och allmänhet har att anpassa sammansättningen av sina tillgångar och skulder. En central roll, enligt vår modellanalys i föregående avsnitt, spelar här förekomsten av obligationer utanför den reglerade sektorn. Endast om obligationsräntorna är reglerade på en sådan nivå att obligationer blir ointressanta som placeringar för såväl allmänhet som oreglerade kreditinstitut kan kvantitativa regleringar väntas få påtagliga bestående effekter på penningmängden.

[1] Effekten av Riksbankens kreditpolitik på konsumtionen, investeringarna och importen av utländskt kapital, SE-Bankens kvartalsskrift 1977, nr 1–2.

Utlåningstak och likviditetskrav blir i ett sådant läge medel att skapa efterfrågan på obligationer som annars hade fått säljas till riksbanken och därmed lett till en ökning av den monetära basen. Argumenten för en allmän reglering av obligationsräntorna granskas i avsnitt 4.2.

Vad kan vi säga om räntesättningen på obligationer i Sverige? Har den varit sådan att obligationer utgjort ett attraktivt placeringsalternativ för allmänheten? Vi vet visserligen att obligationsinnehavet från hushållens sida – förutom spar- och premieobligationer som bankerna inte kan köpa – har varit obetydligt under efterkrigstiden. Inte heller företagen innehar obligationer i större utsträckning. Härav kan dock inte dras slutsatsen att så också skulle ha varit fallet i avsaknad av regleringarna. Genom den emissionskontroll som riksbanken utövat har räntorna på nyemitterade industriobligationer kontrollerats[1] till en nivå som legat något procent över räntan på statsobligationer. Det förefaller dock som om dessa räntor satts på en nivå som ganska väl överensstämmer med den internationella räntenivån (se fig. 3.4). I det system med fasta växelkurser som rådde fram till 1973 kan man tolka detta som en indikation på att räntan på långa svenska obligationer under 1960- och 1970-talen legat relativt nära den nivå som skulle ha rått i avsaknad av regleringar. Det faktum att riksbanken under 1970-talet tidvis har nekat svenska företag emissionstillstånd för att förmå dem att låna utomlands skulle dock kunna tolkas i motsatt riktning. Här torde emellertid också en "uppfostringstanke" ha gjort sig gällande. Riksbanken ville på ett tidigt stadium vänja de svenska företagen vid utlandsupplåning.

Sammantaget är det därför osäkert om räntesättningen på obligationer tidigare har varit sådan att effekten av utlåningstak och likviditetskrav har neutraliserats genom att bankerna köpt obligationer som annars skulle ha förvärvats av allmänheten. Räntorna torde emellertid idag ligga nära jämviktsnivån, även om det faktum att statsobligationsräntan kan hållas lägre än motsvarande ränta för industriobligationer delvis får tillskrivas regleringen. Frågan är om hushåll och företag i en sådan jämviktssituation i frånvaro av regleringar skulle hålla obligationer i större utsträckning. Detta beror uppenbarligen bl. a. på i vilken mån staten skulle fortsätta att bjuda ut mer förmånliga alternativ som spar- och premieobligationer. Även om vi idag ligger nära jämviktsräntor är det därför en öppen fråga om kvantitativa regleringar har några *långsiktiga* effekter på penningmängden.

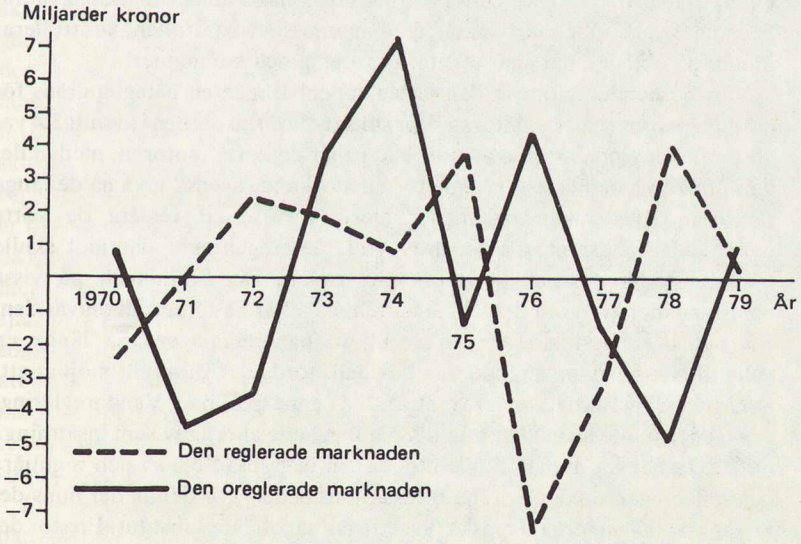
Stabiliseringspolitik handlar emellertid huvudsakligen om att nå effekter på kort sikt. Då måste man räkna med trögheter i anpassningsprocessen. De marknader som behöver träda i funktion kanske fungerar illa och långsiktiga avtal och förpliktelser binder de olika parterna. Ett utlåningstak torde därför kunna ha en kortsiktigt åtstramande effekt på penningmängden. Beträffande ett likviditetskrav är förhållandet annorlunda. Det kan tvärtom på kort sikt verka expansivt på penningmängden om bankerna finansierar uppköp av illikvida obligationer med att ge ut likvida bankcertifikat. Detta skulle också få till följd att räntan på storinlåning skulle komma att pressas upp. Även om detta knappast kan väntas vara ett generellt beteendemönster – det förutsätter ju att bankerna kommer att köpa obligationer som i avsaknad av regleringen hade förvärvats av allmänheten – kan det ha varit så som likviditetskvoterna har fungerat under de senaste åren. Slutsatsen skulle alltså vara att i Sverige idag skulle utlåningstak i högre grad än likviditetskrav

[1] Emissionskontrollen innefattar sedan april 1980 inte längre någon kontroll av räntesättningen. Statsobligationsräntan sätts fortfarande någon procent under räntan på industriobligationer.

kunna vara en *kortsiktigt* verksam reglering. Denna slutsats har nåtts genom att studera effekter på penningmängden, men torde även hålla för andra penningpolitiska indikatorer som kreditvolym eller ränta.

En kardinalfråga är emellertid vad som menas med kort resp. lång sikt. Om detta kan knappast något sägas generellt. Ju smidigare och mer välorganiserad den oreglerade marknaden är desto snabbare kan man väntas nå en situation där regleringarna blir verkningslösa. De viktigaste oreglerade kreditinstituten var under 1970-talet finansbolagen. Det ligger nära till hands att delvis koppla samman deras snabba tillväxt – en dryg femdubbling av utlåningen från 1970 till 1979 – med att de kom att dra till sig lån från bankerna under tider av utlåningstak. Kvantitativt viktigare i detta avseende var dock företagens handelskrediter, vilka uppgick till flerdubbelt större belopp; handelskreditgivningen ökade med i genomsnitt 8 miljarder kronor per år från 1975 till 1980 mot knappt 2 miljarder för finansbolagens utlåning. Sammantaget kan den oreglerade kreditgivningen sägas ha fyllt en buffertfunktion, dvs. den har expanderat särskilt snabbt under perioder när den reglerade har växt långsamt och vice versa. Se närmare Stefan Ingves' expertrapport och fig. 4.5.

Det förtjänar att framållas att utlåningen från den totala oreglerade sektorn (enligt Ingves' definition) vuxit något långsammare än den reglerade sektorn totalt. Däremot har finansbolagens utlåning vuxit väsentligt snabbare än den oreglerade sektorns totalt. Till bilden hör också att framför allt



Figur 4.5 Avvikelse från trend, den reglerade och oreglerade kreditmarknaden 1970–79, 1970 års priser.

Anm.: Den reglerade kreditmarknaden utgörs av lån från finanssektorn exkl. finansbolag, socialförsäkringssektorn och staten + ökning av obligationsinnehav för finans-, socialförsäkrings- och hushållssektorn + ökning av skattkammarväxelinnehav för finans-, företags- och hushållssektorn.

Den oreglerade kreditmarknaden utgörs av lån från företag, kommuner och hushåll + inhemska handelskrediter + lån från finansbolag + förändring av övriga finansiella tillgångar för samtliga sektorer utom företagen.

Källa: Stefan Ingves' expertrapport.

de stora företagen kommit att agera mer kompetent på marknaden. Man skulle under sådana förhållanden vänta sig en tilltagande svårighet att få påtaglig verkan ens på kort sikt av ett utlåningstak. Det ter sig mot den bakgrunden naturligt att riksbanken fr. o. m. 1980 också fick möjlighet att införa utlåningsreglering för finansbolgen, även om dessa svarar för en liten del av den oreglerade långivningen.

Det skall avslutningsvis påpekas att figur 4.5, liksom framställningen i detta avsnitt i övrigt, inte inkluderar kapitalrörelser med omvärlden. Med tanke på att dessa direkt påverkar valutareserven och därmed riksbankens balansräkning har de en annan karaktär än oreglerad inhemsk utlåning. Problemet med kapitalrörelsernas utlandsberoende är emellertid i princip likartat vare sig vi för en reglerande eller marknadskonform politik.

4.2 Ränteregleringar

Ett bestående inslag i den svenska regleringspolitiken, särskilt under 1970-talet, har varit ränteregleringar. Dessa har tagit flera former. För det första har bankernas utlåningsräntor varit reglerade, i allmänhet i förhållande till gällande diskonto. Denna reglering har avsett ett genomsnitt räknat över olika lånetyper. Inlåningsräntorna var reglerade fram till 1978 då regleringen avskaffades. Regleringen på utlåningssidan sätter dock självfallet ett effektivt tak för inlåningsräntorna. För det andra har användningen av likviditetskrav och placeringsplikt medfört att stats- och bostadsobligationer kunnat säljas till banker och försäkringsbolag något under marknadsränta. För det tredje har riksbanken genom emissionskontrollen kontrollerat räntan på obligationer som utgetts av företag och kommuner.

Vårt beroende av omvärlden sätter uppenbarligen en påtaglig gräns för möjligheten att reglera räntorna. Vår slutsats av diskussionen i avsnitt 3.4 var att detta beroende är särskilt stort vad gäller de korta räntorna, medan det kan finnas något större utrymme för en avvikande svensk nivå på de långa räntorna. Riksbanken har heller aldrig försökt att reglera de korta penningmarknadsräntorna separat. Vad ränteregleringar däremot skulle kunna åstadkomma är att temporärt isolera räntesättningen på vissa delmarknader även om det allmänna ränteläget är bestämt från omvärlden. En sådan delmarknad är den reguljära bankinlåningen. Så länge en valutareglering av nuvarande slag bibehålls torde det vara fullt möjligt att, åtminstone kortsiktigt, reglera räntorna på denna marknad. Valutaregleringen stänger ju ute hushållen från det näraliggande alternativ som insättning i utländska banker annars skulle utgöra. En begränsad del av den reguljära bankinlåningen utgörs av rena transaktionsmedel. För denna del finns det knappast bland andra inhemska placeringar något nära substitut. En stor del vanliga bankkonton har emellertid så stor behållning, se appendix till kap. 3, att de knappast kan uppfattas som rena transaktionskassor. Här är uppenbarligen risken större att insättarna skulle gå över till alternativa placeringar om inlåningsräntan hölls nere alltför lågt. Slutsatsen är därför att det finns en viss men starkt begränsad möjlighet att även i längden reglera den vanliga bankinlåningsräntan. Följden av en reglering torde nämligen bli att endast rena transaktionsmedel kom att stå kvar på vanliga bankräkningar,

medan resten skulle placeras i bankcertifikat eller liknande former.

Det är intressant att notera att Sverige idag skiljer sig från flera andra länder dels genom att ha en obetydlig ränteskillnad mellan avista och tidsbunden inlåning, dels genom att inte tillämpa några direkta regleringar av räntan på vanlig bankinlåning. I ett land med allmänt marknadsorienterad penningpolitik som USA har bankerna däremot under efterkrigstiden, genom den s. k. "regulation Q", varit förhindrade att betala någon som helst ränta på chekkonton. Konsekvensen av en sådan reglering har blivit att de amerikanska checkräkningskontona blivit utpräglade transaktionskonton på ett annat sätt än svenska inlåningsräkningar. Regulation Q har tillkommit som en del av den amerikanska bostadspolitiken. Syftet har varit att skydda de institut som ger inteckningslån för bostäder från räntekonkurrens om inlåningsmedlen. Regleringen, som f. ö. idag håller på att avvecklas, har således allokerings- och fördelningspolitisk snarare än stabiliseringspolitisk bakgrund. De senaste årens utveckling av nya kontoformer, där räntan på olika sätt varierar med hur kontot utnyttjas, kan ses som en anpassning av den svenska räntestrukturen i riktning mot större skillnad mellan tidsbunden och i egentlig bemärkelse likvid inlåning, där vi med likvid menar inlåning som är tillgänglig för transaktionsändamål utan kostnad (se avsnitt 3.1). Denna utveckling hänger f. ö. samman med avvecklingen av regleringen av inlåningsräntorna 1978.

De svenska ränteregleringarna läggs idag i stället på bankernas utlåningsräntor. Argumenten för en sådan reglering tycks sammanhänga med att man samtidigt periodvis har utlåningsreglering. Man vill då undvika att denna skall leda till att näringslivets kapitalkostnader drivs upp (se avsnitt 4.4). Vad gäller en varaktig reglering kan mot detta resas den vanliga invändningen att den leder till ökad ineffektivitet; om utgångspunkten är den att viss låneefterfrågan skall skäras bort, bör man låta betalningsförmågan, d.v.s. investeringsprojektens lönsamhet, bestämma vilka som skall drabbas. Man skulle däremot kunna bedöma dessa nackdelar annorlunda vid kortvariga regleringar. I sådana situationer skulle annars mycket kraftiga räntehöjningar kunna bli följden av en snabb och kraftig åtstramning. Regleringar skulle då vara ett sätt att undvika tvära kast i ränteläget, vilket skulle kunna inverka menligt på företagens investeringar. Mycket talar emellertid för att bankerna själva i ett sådant läge skulle välja att i viss utsträckning direkt ransonera bort somliga kunder, eftersom kraftiga räntehöjningar skulle upplevas som svåra att genomföra från konkurrenssynpunkt. En sådan mekanism kommer att mildra räntegenomslaget. Erfarenheter från länder som USA och England tyder dock på att en hård monetär åtstramning snabbt medför höga räntor som sprider sig till flertalet marknader.

En reglering av utlåningsräntorna lägger uppenbarligen ett tak på vad bankerna, med hänsyn till sina räntemarginaler,[1] är villiga att betala i genomsnittsränta för inlåningen. Det finns vidare ett samband mellan storinlåningsräntan och utlåningsräntorna, framför allt checkräkningskrediterna. Antag att de korta räntorna drivits upp högt, t. ex. av en hög straffränta. Om denna ränta ligger över den reglerade checkräkningsräntan kommer naturligtvis företagen att vilja utnyttja dessa billiga krediter för att köpa bankcertifikat. Om en sådan situation uppstår blir det nödvändigt för riksbanken att antingen medge en höjning av checkräkningsräntan, vilket

[1] Denna marginal är tämligen begränsad, normalt 1–1,5 % räknat på totala tillgångar och skulder för de svenska affärsbankerna.

skett flera gånger senast i juli 1982, eller på olika vägar få ned storinlåningsräntan.

Möjligheten att reglera de svenska banklåne- och obligationsräntorna under de nivåer som råder i omvärlden är också begränsade, även om det torde finnas något större autonomi här än för bankcertifikat och specialinlåning. En viktig faktor som begränsar vårt oberoende är den stora utlandsupplåningen på senare år. Härigenom har de större företagen och kommunerna blivit väl förtrogna med de internationella finansmarknaderna. Låga svenska räntor skulle därför snabbt leda till att upplåning lades om från utlandet till Sverige. Genom valutareglering skulle man kunna förhindra förtida amortering av lån som redan är upptagna utomlands. Däremot lär man knappast kunna hindra att de kontraktsenliga amorteringarna, vilka idag är av storleksordningen 5–7 miljarder kronor per år, betalades med inhemska lån. Härigenom har således utvecklats ett starkt ränteberoende gentemot omvärlden. Det förefaller som påpekats heller inte som man med regleringarnas hjälp varaktigt har upprätthållit en påtagligt lägre obligationsräntenivå i Sverige än i omvärlden.

Ränteregleringar kan också, liksom prisregleringar i allmänhet, användas som ett sätt att försöka stabilisera förväntningarna i ekonomin. Särskilt prisbildningen på värdepappersmarknader influeras kraftigt av förväntningar om framtida prisutveckling. Det finns en risk att dessa åtminstone temporärt kan leda till självuppfyllande kumulativa prisstegringar eller prisfall. Regleringar kan knappast vara verksamma som isolerade motmedel i en sådan situation, däremot kan de utgöra ett viktigt komplement till större stabiliseringspolitiska paket, som syftar till att möta de grundläggande orsakerna bakom en okontrollerad pris- och ränteutveckling. Risken för denna typ av kumulativa förlopp koncentreras, för en så öppen ekonomi som Sveriges, huvudsakligen till valutakursen. Så länge som den framgångsrikt kan försvaras finns det litet utrymme för förväntningsstyrda räntehöjningar. Denna aspekt torde därför i sig inte kunna motivera en räntereglering.

Ett separat argument för räntereglering, som torde ha varit viktigt under 70-talet, sammanhänger med skattesystemets konstruktion. Det har hävdats att denna är sådan att det skulle vara särskilt förmånligt för hushållen att låna och att dessa därför, vid en fri räntesättning, skulle riskera att driva undan företagen från marknaden för banklån. Detta skulle kunna motivera ränteregleringar i avvaktan på att skattelagarna ändrades. Skattesystemets effekter i detta avseende granskas närmare i avsnitt 6.2.

Sammanfattningsvis är det svårt att finna några renodlat stabiliseringspolitiska argument för ränteregleringar. De argument som kan finnas, se vidare avsnitt 4.4, är snarare av fördelnings- och allokeringsmässig natur. Dessutom medför Sveriges beroende av de internationella kapitalmarknaderna att en varaktig räntereglering torde vara svår att upprätthålla.

4.3 Emissionskontroll

Emissionskontrollen skiljer sig från övriga regleringar genom att den reglerar låntagaren (obligationsutfärdaren) snarare än långivaren (obligationsköparen). Denna reglering, som kontinuerligt varit i funktion under efterkrigsti-

den utan att den kreditpolitiska lagen varit i kraft på denna punkt, innebär att riksbanken lämnar emissionstillstånd efter granskning av låntagare och emissionsvillkor.[1] Emissionskontrollen har således tre aspekter. Den utgör en kombination av ränte- och utlåningsreglering, som dessutom har selektiva inslag genom att varje låntagare granskas. Vi skall försöka diskutera dessa aspekter var för sig.

Skälen för att reglera den totala kvantiteten obligationsemissioner är desamma som för en normal utlåningsreglering; man stänger en väg att gå runt en reglering som skulle finnas om t. ex. bara bankutlåningen omfattades. Om reglerade kreditinstitut vore de enda obligationsköparna skulle emellertid en separat emissionskontroll vara onödig. I så fall skulle samma begränsning av den totala kreditvolymen kunna uppnås genom utlåningstak för de reglerade instituten. I vissa marknadslägen kan man emellertid räkna med att en betydande del av obligationsköparna skulle utgöras av andra företag och hushåll, d.v.s. det skulle röra sig om intern kreditgivning inom allmänheten. Vid har tidigare sett att en smidigt fungerande sådan kreditgivning tenderar att minska möjligheterna att få utlåningstak och likviditetskrav att bli verkningsfulla. Från den utgångspunkten kan en reglering av den *totala* mängden obligationsemissioner ses som en naturlig utvidgning av övriga kvantitativa regleringar. Med i princip samma argumentation skulle man också kunna tala för reglering av aktieemissioner. Dessa torde dock normalt spela en underordnad roll ur stabiliseringssynpunkt.

Vad gäller ränteregleringsaspekten av emissionskontroll gäller i stort sett samma synpunkter som för ränteregleringar allmänt. Möjligheten att varaktigt hålla lägre obligationsräntor än omvärlden är begränsade. Det förefaller heller inte som om emissionskontrollen utnyttjats i detta syfte i någon större omfattning.

De mest omdiskuterade aspekterna av emissionskontrollen är dess selektiva inslag. Kombinationen av ränte- och kvantitetsreglering innebär alltid att någon annan princip än betalningsvilja måste bli avgörande för vilka som får emissionstillstånd. De kriterier som riksbanken har tillämpat kombinerar flera principer. Ett ransoneringskriterium är kötid. Det är en naturlig "icke-selektiv" regel. Den har emellertid föga med den samhällsekonomiska lönsamheten hos olika projekt att göra. Behovet av att "ordna kön" har även anförts som ett separat skäl för en emissionskontroll. Tanken är att bristande tidsmässig koordination mellan olika emissioner annars skulle riskera att leda till avsättningssvårigheter och/eller snabba räntevariationer på marknaden. Det är emellertid svårt att se detta som ett argument för en reglering. En sådan koordinering av emissionstidpunkter ligger i de berörda företagens eget intresse och det torde på en så koncentrerad marknad som den svenska, där nästan alla obligationsemissioner bjuds ut via en handfull stora affärsbanker, inte möta några större organisatoriska svårigheter. Samma problem finns på aktiemarknaden där det har hanterats av de inblandade företagen utan att några påtagliga olägenheter har uppkommit.

Ett annat ransoneringskriterium som riksbanken tillämpar är att bedöma "angelägenhetsgraden" hos det till obligationslånet knutna investeringsprojektet. Exakt hur detta görs har aldrig funnits klart redovisat utåt. Grovt kan

[1] Sedan april 1980 granskar riksbanken i huvudsak inte längre emissionsvillkoren, med undantag för att indexerade obligationer och emission till större underkurs inte tillåts. Däremot granskas fortfarande låntagaren och det projekt som pengarna skall användas till.

dock sägas att industriföretag och kraftverk givits prioritet framför handelsföretag och kreditinstitut. Den samhällsekonomiska lönsamhetskalkyl som ligger bakom denna prioritetsordning synes oklar.

Bland övriga krav som riksbanken ställer för emissionstillstånd bör särskilt den s. k. "20/80-regeln" nämnas. Den innebär att minst 80 % av det emitterande företagets likvida medel, under en period av åtminstone ett år före emissionstillfället, skall ha placerats inom banksystemet. Därmed förhindras dessa företag att i någon större utsträckning placera till höga räntor på den oreglerade marknaden samtidigt som de lånar upp till låga räntor på den reglerade obligationsmarknaden. Denna regel kan ses som ett försök att motverka en oönskad sidoeffekt av en del av regleringssystemet, nämligen att ränte- och utlåningsreglering ökar omfattningen av den oreglerade marknaden. Den utgör alltså ett medel för att förhindra att utlåningsregleringens effekter tunnas ut av den oreglerade marknaden. Det är emellertid uppenbart att den kan få godtyckliga effekter ur allokeringssynpunkt. Den innebär t. ex. att företag med intresse för obligationsmarknaden tvingas acceptera en lägre förräntning för sina likvida medel än övriga företag. Vidare medför den att företag med liten andel likvida medel, och som därför inte drabbas så hårt av 20/80-regeln, kommer att vara mer benägna att ansöka om emissionstillstånd. Andra restriktioner som riksbanken lägger på obligationsemissioner är att de inte får emitteras till betydande underkurs[1] samt att indexobligationer inte tillåts.

Sammanfattningsvis kan man argumentera för en reglering av den totala emissionsvolymen som ett komplement till en reglering av bankernas utlåning. Man skulle härigenom täppa till en av de kanaler genom vilka en utlåningsreglering kan förlora i verkningsgrad. Emissionskontrollen sådan den har tillämpats innehåller emellertid starka selektiva inslag, vilka inte kan anses vara stabiliseringspolitiskt motiverade. Beträffande regleringen av obligationsräntorna och övriga villkor gäller de synpunkter som framförts i föregående avsnitt. Här bör också framhävas att granskningen av emissionsvillkor kan ha bromsat utvecklingen av nya låneformer.

4.4 Regleringarnas allokerings- och fördelningspolitiska syften

Som framhållits har de kreditpolitiska regleringarna huvudsakligen använts i stabiliseringspolitiskt syfte, men valet att använda regleringar snarare än marknadskonforma medel har delvis varit betingat av allokerings- och fördelningspolitiska skäl. Här är det främst ränteregleringar i olika former som spelat en central roll.

En plötslig kursändring vad gäller penningpolitiken – vare sig den i huvudsak är marknadskonform eller reglerande – kan ge upphov till ränteförändringar. En aktiv stabiliseringspolitik utan räntekontroll kan således leda till stora räntevariationer. Sådana stora variationer kan i och för sig uppfattas som något icke önskvärt. En räntehöjning medför förluster för ägare till fastförräntande tillgångar och motsvarande vinster för låntagarna; vid en höjning av marknadsräntan från 14 till 17 procent skulle t. ex. kursen på en obligation med en fast utdelning på 14 procent och fem års återstående

[1] I samband med ett lån nyligen, där emissionskursen sattes efter anbud, medgav riksbanken en lägsta kurs om 97 procent av pari.

löptid falla med 9,5 procent. En räntehöjning kan vidare ge likviditetsproblem för låntagare med rörlig ränta. För att minska de planeringsproblem som stora räntevariationer skulle medföra för hushåll och företag kan en *temporär* räntereglering tänkas vara en rimlig åtgärd.[1] En sådan får emellertid samtidigt till effekt att man ökar allmänhetens osäkerhet om möjligheten att vid en viss framtida tidpunkt ta upp nya lån.

Räntegregleringen som den praktiserats i Sverige har emellertid också använts mer *permanent* med uttalade allokerings- och fördelningspolitiska syften. Som vi sett i tidigare avsnitt har den setts som ett komplement till en reglering av bankutlåningen. De allokerings- eller fördelningspolitiska motiven till en permanent reglering av räntor har ofta uppfattats som självklara. En låg ränta anses gynna näringslivets investeringar, verka utjämnande på inkomster och förmögenheter samt hålla nere boendekostnaderna och göra det billigare för staten att låna. Dessa argument kräver emellertid en närmare granskning.

Tabell 4.1 Vissa inkomstslag som andel (%) av hushållens disponibla inkomst 1979

Inkomstslag	Genomsnittlig disponibel hushållsinkomst						
	1–29 999	30 000–39 999	40 000–49 999	50 000–69 999	70 000–99 000	100 000–149 999	150 000–299 999
Företagarinkomst	1,9	3,7	3,2	5,7	5,2	6,0	19,1
Inkomst av kapital	5,2	3,1	2,9	3,4	0,8	0,4	0,0
Inkomst av eget hem	1,7	2,5	3,6	7,2	9,6	14,9	16,6
Inkomst av tillfällig förvärvsverksamhet	0,0	0,0	0,2	0,8	0,4	0,7	2,1

Källa: SM N 1981:12.3, tab. 5.

Verkningarna på *inkomstfördelningen* av en allmänt låg räntenivå är långt ifrån entydiga. Man skulle kanske vänta sig att ränteinkomster skulle utgöra en större andel av höginkomsttagarnas inkomster. Enligt tillgänglig statistik är så emellertid inte fallet. Tabell 4.1 visar fördelningen av kapitalinkomster och vissa andra inkomstslag enligt SCB:s inkomstfördelningsstatistik. Inkomstslagen överensstämmer i stort sett med de taxeringsmässiga begreppen, vilket innebär att kapitalinkomster främst består av ränte- och utdelningsinkomster minus skuldräntor. Som synes är denna typ av inkomster förhållandevis störst för låginkomsttagarna. Det förefaller alltså som en allmän nedpressning av räntenivån skulle ha en effekt på inkomstfördelningen som är motsatt den åsyftade; höginkomsttagarna som i allmänhet har stora skuldräntor skulle gynnas. Dessa har å andra sidan en större andel inkomster – av företagande, eget hem och tillfällig förvärvsverksamhet – som torde gynnas av en räntereglering. Till de direkta effekterna på hushållens inkomster skall läggas indirekta verkningar på hyror och andra priser.

En kombination av ränte- och utlåningsreglering gör det i princip möjligt att begränsa verkningarna av t. ex. en kreditpolitisk åstramning till vissa reala sektorer. Härigenom kan man uppnå *allokeringspolitiska mål.*

Det typiska har varit att utlåningsreglering lagts på s. k. oprioriterad

[1] En alternativ lösning åtminstone på likviditetsproblemet skulle vara att i större utsträckning ge lån med fast ränta. Bankerna ger idag endast i liten utsträckning lån med fast ränta, t. ex. av den typ som erbjuds för fastighetslån.

utlåning, d.v.s. i huvudsak utlåning till hushållen. Företagen skulle på detta sätt varken drabbas av höjda räntekostnader eller ransonering vad gäller möjligheterna till banklån. Motivet bakom detta har varit att undvika att en kreditåtstramning drabbar näringslivets investeringar. Man kan emellertid sätta ett frågetecken för hur väl man har lyckats med detta. Investeringarna torde nämligen påverkas inte bara av låneräntan utan också av den alternativavkastning företagen får på sitt egna kapital, t. ex. genom placeringar på den oreglerade marknaden. Det kan inte uteslutas att regleringar kan bidra till att driva upp räntan på den oreglerade marknaden. Då är det heller inte längre uppenbart i vilken riktning företagens investeringsbenägenhet påverkas av en reglering av bankernas låneräntor.

Det finns också skäl att diskutera det önskvärda i en politik som systematiskt gynnar industrins investeringar. Finns det några djupare skäl till att hushållens konsumtionskrediter generellt skall hållas tillbaka till förmån för företagens investeringskrediter? Vi skall inte här gå in på någon närmare diskussion av denna svåra fråga,[1] utan nöjer oss med att konstatera att det knappast finns något självklart motiv för en sådan prioritering, även om den kan tyckas naturlig mot bakgrund av de strukturella obalanser som kännetecknar den svenska ekonomin idag. Om man skulle finna skäl för samhället att ingripa för att öka investeringar och kapitalbildning finns det emellertid metoder som i princip är effektivare än kreditreglering. En sådan är kollektivt sparande i olika former. En annan är skattepolitiska incitament riktade mot hushållens sparande eller företagens investeringar. Båda har som bekant använts i Sverige.

Kombinationen av likviditets- och placeringskrav och reglerade räntor på stats- och bostadsobligationer har inneburit att statens och bostadssektorns kapitalkostnader har subventionerats och att subventionen har täckts av en skatt på de reglerade kreditinstituten. Det finns inte här anledning att ta ställning till motiven vare sig för att subventionera t. ex. bostadssektorn eller för att beskatta banker och försäkringsinstitut. Det är emellertid uppenbart att skilda argument behöver anföras. Därav följer också att det inte kan vara rationellt att låta subventioner till stat och bostäder direkt finansieras genom beskattning av reglerade kreditinstitut. Denna politik har också numera i stora stycken övergivits. Räntesubventionerna till bostadssektorn täcks idag väsentligen över statens budget, och stats- och bostadsobligationer säljs till räntor som ligger nära dem som skulle kunna förväntas på en oreglerad marknad. Omläggningen av bostadspolitiken illustrerar en slutsats som gäller allmänt. Varaktiga ingrepp på kreditmarknaden, liksom på andra marknader, bör i huvudsak ta formen av skatter och subventioner.

[1] I grund och botten handlar den om en avvägning mellan konsumtion vid olika tidpunkter. Frågan om oreglerade marknader leder till en effektiv allokering i detta avseende är komplicerad och kan inte besvaras utan etiska ställningstaganden till inkomstfördelningen mellan olika generationer m. m. Något schablonartat kan hushållen sägas i första hand efterfråga lån för att omfördela konsumtionsmöjligheter över livscykeln. Detta är i allmänhet sammankopplat med en investering i en egen bostad eller konsumtionskapitalvaror av olika slag. En ransonering av hushållen innebär alltså att denna möjlighet att tidsanpassa konsumtionsmönstret begränsas. Ransonering av företagen å andra sidan innebär lägre investeringar, en långsammare tillväxt och därmed lägre konsumtionsmöjligheter i framtiden.

Regleringar bör begränsas till temporära situationer.

Detta konstaterande innebär självfallet inte ett ställningstagande för att kreditmarknaderna i alla avseenden bör lämnas opåverkade av staten. Det kan i själva verket anföras en rad skäl för att kreditmarknaderna kan behöva påverkas och kompletteras. Exempel där detta har skett genom staten eller i andra kollektiva former är lån till nystartade företag, studielån, pensions- och sjukförsäkringar m. m. Andra exempel är skattepolitiska insatser, t. ex. geografiskt differentierade arbetsgivaravgifter, investeringsavdrag och bostadsbidrag. Problemet är emellertid att regleringar som tillkommit av stabiliseringspolitiska skäl i allmänhet *försämrar* marknadens, i och för sig inte perfekta, allokeringsfunktion.

4.5 Regleringarnas sidoeffekter på resursallokeringen

Föregående avsnitt behandlade regleringar som medel för att nå vissa åsyftade effekter på resursallokeringen. Dessa effekter bygger på att man genom att skapa en ransoneringssituation i princip får möjlighet att direkt kanalisera krediter till prioriterade sektorer. Grundproblemet med regleringar, som primärt införs av stabiliseringspolitiska skäl, är annars just att de framtvingar en annan allokeringsmekanism än marknadens.

Genom marknaden koordineras, via pris- och räntebildningen, den information om olika investeringsprojekt och lånebehov som finns spridd hos berörda företag och hushåll. Vid en reglering skulle det för att uppnå samma effekt krävas att banker och andra ransonerande kreditinstitut samlade in all denna information till sig. Detta är självfallet ogenomförbart och ransoneringen kommer istället att baseras på enkla tumregler, typ kötid. Negativa allokeringseffekter till följd därav kan sägas utgöra det centrala argumentet mot användandet av regleringar. Hur betydelsefulla de är beror självfallet på kraften och varaktigheten hos regleringspolitiken.

En vanlig observation är att tidigare etablerade förbindelser mellan bank och kund, som även på en oreglerad marknad kan utgöra hinder för t. ex. nya företag att få lån, tenderar att bli ännu mer betydelsefulla i en ransoneringssituation. I en sådan har ju banken ingen möjlighet att ta betalt för den extra risk som den kan bedöma att ett nytt företag utgör, och företaget har alltså ingen möjlighet att få låna genom att erbjuda sig att betala högre ränta.

En annan negativ allokeringseffekt sammanhänger med förekomsten av oreglerade lånemarknader. När banklånemarknaden stryps kommer t. ex. den interna kreditgivningen företag emellan i form av handelskrediter m. m. att växa. Detta är emellertid i allmänhet en mindre effektiv form av kreditgivning. Banker är specialiserade på långivning med vad detta innebär av att bedöma säkerheter osv. Dessutom fullgör de en viktig funktion genom att koordinera ett stort antal långivare och låntagare med varandra. Om denna långivning i stället skulle ske direkt företagen emellan skulle koordinations- och informationskostnaderna öka.

En tredje negativ allokeringseffekt är att en verksam reglering kommer att utlösa motreaktioner. Vi har sett hur finansbolagen på 70-talet kom att ägna sig åt regelrätt långivning i allt större utsträckning.[1] Ett annat exempel som ibland framhålls är att icke-finansiella företag genom att hålla en högre

[1] Finansbolagens långivning växte under 70-talet väsentligt snabbare än den reglerade marknadens långivning. Däremot ökade inte direkta lån relativt till finansbolagens övriga verksamhet. Det är således svårt att uttala sig om vad som varit den primära drivkraften bakom finansbolagens framväxt.

likviditet kan gardera sig mot eventuella kreditåtstramningar. Man kan vänta sig att det tar tid för nya institutioner att utvecklas till fullgod ersättning för de reglerade kreditinstituten. Förr eller senare kan man dock räkna med att det går därhän; finansbolagslån upplevdes under 70-talet som allt närmare substitut till vanliga banklån och informationskanalerna blev bättre så att låntagare som blev ransonerade i banken smidigt kunde hänvisas över till bankens eget finansbolag. Denna process, där nya institutioner utvecklas för att undgå effekterna av en regleringspolitik, är i sig resurskrävande. Den innebär också att kreditinstitutens och företagens kreativitet tenderar att fokuseras på hur man skall möta regleringssituationen snarare än på nyttigare former av produktutveckling och teknisk förnyelse. Svenska företagsledningar har på senare år fått ett ökande inslag av ekonomer med inriktning på finansiella frågor. Det finns förvisso en rad förklaringar till detta. Det kan emellertid inte uteslutas att det delvis är en naturlig reaktion på ett finansiellt system som, genom regleringar parade med en kontinuerlig utveckling av oreglerade kreditformer, blivit allt svårare att överblicka. Denna synpunkt får emellertid inte överbetonas. Det kan också hävdas att steg mot ökade marknadsinslag skulle göra de finansiella specialisterna viktigare.

En fjärde negativ allokeringseffekt sammanhänger med effekter på konkurrensförhållandena inom den reglerade sektorn av kreditmarknaden. Det hävdas ofta att regleringar tenderar att låsa strukturen och minska konkurrensen de reglerade företagen emellan. Ett exempel som brukar anföras från kreditmarknaden är att utformningen av utlåningstaken, som är formulerade som "föregående års utlåning plus x procent", leder till att historiskt etablerade marknadsandelar bibehålls; det blir särskilt riskabelt att inte komma upp till det tillåtna taket, eftersom det också kan påverka basen för nästa periods utlåningstak. Vidare kan ett utlåningstak minska bankernas intresse av att konkurrera på inlåningssidan eftersom ökad inlåning inte kan omsättas i ökad utlåning på kort sikt. Att denna effekt kan ha varit betydelsefull i Sverige styrks av att ökningen av den oprioriterade utlåningen varit i stort sett densamma för alla affärsbanker under senare delen av 70-talet, se tabell 4.2. Det är dock inte utan vidare klart i vilken utsträckning detta kan tolkas som ett resultat av regleringspolitiken. Bankväsendet kännetecknas i flertalet länder av stabila marknadsandelar.

En femte möjlig regleringseffekt är att räntestrukturen tenderar att låsas. Skälet till detta sammanhänger också med att kreditmarknaderna är koncentrerade med oligopolitiska inslag. I sådana branscher tenderar ofta något företag att uppträda som prisledare, medan övriga företag följer efter och alla respekterar varandras marknadsandelar. Vid en prisreglering kan då den reglerande myndigheten komma att ta över rollen som prisledare. Under sådana förhållanden finns det risk för att en prisreglering, om det reglerade priset sätts för högt, kan bidra till en högre snarare än lägre prisnivå. Det saknas dock systematiska empiriska studier som styrker att så skulle ha varit fallet i Sverige under efterkrigstiden. En med detta sammanhängande effekt är att utformningen av lånekontrakt och inlåningsräkningar tenderar att uniformeras och att produktutveckling försvåras. Effekten av borttagandet av regleringarna av bankernas inlåningsräntor 1978 och försäkringsbolagens utlåningsräntor i januari 1982 blev en mer differentierad räntesättning och en

Tabell 4.2 Ökning av oprioriterad utlåning dec. 1975–juni 1982, procent per år.

PK-Banken	10,7
SE-Banken	10,6
Handelsbanken	10,3
Götabanken	8,3
Provinsbankerna	10,4
Sundsvallsbanken	12,4
Skånska Banken	10,8
Wermlandsbanken	9,3
Uplandsbanken	11,2
Östgötabanken	8,1
Skaraborgsbanken	8,9
Totalt	10,3

Källa: SOS Bankerna.

utveckling av nya typer av inlåningsräkningar m. m.. Även emissionskontrollen torde ha haft som effekt att utvecklingen av nya låneformer bromsats och försvårats.

4.6 Sammanfattning

Våra slutsatser om effekterna av reglerande kreditpolitiska medel kan sammanfattas i följande punkter:

1. Utlåningsreglering och likviditetskrav kan på kort sikt påverka penningmängden. Vid en isolerad användning av likviditetskrav risker emellertid effekten att gå åt "fel" håll om bankerna i första hand anpassar sin inlåning snarare än sin utlåning. På längre sikt kan de reglerade kreditinstituten anpassa sig så att utlåningsreglering och likviditetskrav blir i stort sett verkningslösa om obligationsräntorna är oreglerade och allmänheten till följd därav innehar obligationer. Hur lång tid denna anpassning tar beror på hur välutvecklad den oreglerade delen av kreditmarknaden är.

   Ett flitigt användande av regleringar leder till att nya institutioner utvecklas, vilket gör att anpassningsprocessen mot det läge där regleringarna blir verkningslösa förkortas. Den enda möjligheten att bibehålla regleringarnas verkningskraft blir då att ständigt utvidga dem till nya delar av marknaden. Den yttersta konsekvensen av en sådan politik skulle bli att även den interna kreditgivningen mellan företag och hushåll måste regleras.
2. Temporära ränteregleringar kombinerade med utlåningsregleringar kan göra det möjligt att avskärma vissa sektorer från effekterna av en kreditåtstramning. Dels kan vissa prioriterade låntagare, t. ex. företagen, skyddas från en investeringshämmande höjning av kapitalkostnaderna. Dels kan vissa förmögenhets- och likviditetseffekter av en räntehöjning undvikas. Varaktiga ränteregleringar i kombination med kvantitativa regleringar kan fungera som ett sätt att subventionera vissa låntagare och beskatta viss långivare.

Dessa punkter är de viktigaste posterna på regleringarnas pluskonto. De skall emellertid vägas mot de kostnadsposter som är förknippade med ett användande av regleringar.

1. De anpassningar av institutioner på kreditmarknaden som utlöses av varaktiga eller återkommande regleringar är resurskrävande. Dessutom minskas härigenom den kortsiktiga verkan som regleringarna annars skulle ha.
2. Varaktiga ränteregleringar leder till att marknadernas resursallokeringsfunktioner försämras.

En slutlig bedömning av om regleringar är önskvärda eller ej kräver för det första att kostnaderna vägs mot intäkterna och för det andra att resultatet av denna kalkyl vägs mot kalkylresultatet för andra ekonomisk-politiska medel.

För att uppnå allokerings- och fördelningspolitiska mål är i allmänhet skatter och avgifter effektivare medel än regleringar. För att uppnå stabiliseringspolitiska mål är alternativet till regleringar marknadskonforma medel. Dessa diskuteras i nästa kapitel.

5 Marknadskonform penningpolitik

Alternativet till en politik som bygger på regleringar är en marknadskonform penningpolitik. Vi skall i detta kapitel diskutera hur en sådan politik kan läggas upp. Inledningsvis diskuteras i avsnitt 5.1 och 5.2 på ett mer principiellt plan hur de marknadskonforma medlen kan användas för att påverka intermediära penningpolitiska mål. Flera länder som i huvudsak använder marknadskonforma medel har, särskilt på senare år, inriktat sig på att styra ett visst intermediärt mål, nämligen penningmängden. Synsättet bakom denna inriktning av politiken diskuteras i avsnitt 5.3. En viktig slutsats är att det inte finns något självklart samband mellan användningen av marknadskonforma medel och inriktningen på ett visst intermediärt mål. Valet av intermediärt mål diskuteras också. För en liten öppen ekonomi kan t. ex. växelkursstyrning utgöra ett alternativ till styrning av penningmängden. Denna diskussion förs vidare i avsnitt 5.4 där penningpolitikens roll diskuteras relativt till stabiliseringspolitiken i övrigt och i 5.5 där vissa internationella erfarenheter redovisas. Avslutningsvis beskrivs i avsnitt 5.6 konkret hur en mer aktiv användning av marknadskonforma medel skulle kunna gå till i Sverige.

5.1 De penningpolitiska medlen

Den klassiska penningpolitiken kan sägas spela med i huvudsak tre instrument: diskontopolitik, kassakrav och öppna marknadsoperationer. För en öppen ekonomi kan man skilja på marknadsoperationer i inhemska värdepapper och i utländsk valuta.

Med *diskontopolitik* förstår vi alla de villkor som gäller för bankernas upplåning i centralbanken. Denna har monopol på att förse bankerna med reservmedel och kan därför bestämma de villkor på vilka dessa erbjuds. Den svenska riksbanken tillämpar en politik där bankerna kan låna upp till en viss andel av sitt aktiekapital, f. n. hälften, mot diskontot. För upplåning därutöver får de betala straffränta, vilken under senare år legat 2–5 procentenheter över diskontot. Vid dessa räntesatser har varje affärsbank i praktiken en automatisk rätt att låna. På detta sätt skiljer sig praxis i Sverige från andra länder, t. ex. USA, där centralbankslån är undantag snarare än regel. Till diskontopolitiken kan också anses höra den ränta som betalas på de medel som bankerna har innestående på konto hos riksbanken och riksgäldskontoret.

Kassakrav[1] innebär att centralbanken kräver att en viss procent av bankernas inlåning hålls som reserv på konto i riksbanken. Kravet kan också utformas som en andel av utlåningen. I Sverige betalar riksbanken normalt ränta motsvarande diskontot på kassakvotsmedlen, medan de i flertalet andra länder måste placeras räntelöst.

Öppna marknadsoperationer slutligen innebär att centralbanken agerar aktivt på någon finansiell marknad, vanligen genom köp och försäljning av statspapper. Marknadsinterventioner i utländska valutor kan göras för att påverka växelkursen. Tillsvidare kommer vi att förutsätta att centralbanken för en politik med fast växelkurs. Härigenom bestäms den nödvändiga omfattningen av valutahandeln. Vi kan därför till en början bortse från detta medel.

Balansräkningar för centralbanken respektive banksystemet[2] är en lämplig utgångspunkt för en diskussion av hur ovan angivna penningpolitiska medel verkar och samverkar. Balansräkningarna skall naturligtvis liksom i föregående kapitel ses som schabloner, där alla ovidkommande detaljer skalats bort.

För att ge en uppfattning om de olika posternas storleksordning har motsvarande belopp (i miljarder kronor) för den svenska riksbanken och de svenska affärsbankerna per den sista december 1981 angivits inom parentes.[3]

Centralbanken

Tillgångar		Skulder	
Guld- och valutareserv	(20,5)	Utelöpande sedlar och mynt	(37,1)
Inhemska statspapper	(41,1)	Bankernas inlåning	(4,6)[a]
Utlåning till bankerna	(1,2)[a]	Övriga skulder och eget kapital	(22,8)
Övriga tillgångar	(1,7)		

Banksystemet

Tillgångar		Skulder	
Kassa: Sedlar och mynt	(2,0)	Upplåning i riksbanken	(1,8)[a]
riksbanken	(5,1)[a]		
Inhemska statspapper och obligationer	(109,0)	Inlåning från allmänheten	(195,6)
Utlåning till allmänheten	(171,7)	Övriga skulder och eget kapital	(203,6)
Övriga tillgångar	(113,2)		

[a] Siffrorna misstämmer mellan riksbanken och affärsbankerna p. g. a. olika praxis för den tidpunkt vid vilken en transaktion bokförs.

Om vi börjar med centralbankens tillgångssida kan vi konstatera att guld- och valutareservens storlek är bestämd av den växelkurspolitik som förs. Med en fast växelkurs måste valutareserven passivt anpassa sig till utfallet av bytesbalansen och nettot av internationella kapitalrörelser. Innehavet av statspapper och affärsbankernas upplåning kan däremot ses som möjliga att påverka i penningpolitiskt syfte. Den förra posten kan påverkas genom

[1] För en diskussion av varför kassakrav betraktas som ett marknadskonformt medel, se avsnitt 2.1.

[2] Med detta förstås här det konsoliderade banksystemet, dvs. såväl affärsbanker som spar- och föreningsbanker. De senare typerna av banker har ingen insättning i riksbanken utan håller sina reservmedel på konto hos affärsbankerna. De påverkas därför endast indirekt av riksbankens diskontopolitik. Däremot kan kassakrav läggas direkt även på sparbanker och föreningsbanker.

[3] Källa: Sveriges Riksbank. Årsbok 1981.

öppna marknadsoperationer, den senare indirekt genom diskontopolitik och kassakrav.

På skuldsidan är posten utelöpande sedlar i princip under centralbankens kontroll, men i praktiken anpassas sedelmängden passivt efter allmänhetens behov. Affärsbankernas reserver påverkas av centralbanken, dels direkt genom kassakraven, dels indirekt genom den ränta som centralbanken erbjuder bankerna för insättningar utöver kassakvotsmedlen.[1]

Posterna övriga tillgångar och övriga skulder saknar betydelse ur penningpolitisk synvinkel. Bland övriga skulder ingår visserligen bl. a. företagens insättningar på investeringsfondskonton. Variationer i villkoren för uttagande av dessa medel bör emellertid betraktas som ett finanspolitiskt medel snarare än ett penningpolitiskt.

Vi ser slutligen från centralbankens balansräkning att de tre medlen inte kan varieras oberoende av varandra. Eftersom valutareserv och sedelmängd samt övriga skulder och tillgångar inte kan påverkas återstår endast tre poster. T. ex. kan centralbanken genom diskontopolitik och bindande kassakrav bestämma två av dessa, nämligen bankernas reservinnehav och deras upplåning i riksbanken. Därigenom är den tredje posten, centralbankens innehav av statspapper, bestämd och banken måste företa de erforderliga öppna marknadsoperationerna för att ekvationen skall gå ihop. Om man i stället avstår från öppna marknadsoperationer, så är bankernas kassareserver minus deras riksbanksupplåning (dvs. den justerade monetära basen, se nedan) given. Diskontopolitik och kassakrav, liksom andra medel, kan påverka storleken på vardera av dessa poster, men inte deras netto; kassareserverna måste öka lika mycket som upplåningen.

5.2 Centralbankens kontroll över penningmängden[2]

Som närmare diskuterades i avsnitt 3.2 (se även 5.3 nedan) spelar penningmängden – allmänhetens innehav av likvida tillgångar – en central roll i vår stabiliseringspolitiska analys. Till möjligheterna att med marknadskonforma medel styra ränteutvecklingen återkommer vi i avsnitt 5.6. Av penningmängden skulle en mindre del, allmänhetens sedelinnehav, i princip kunna kontrolleras av centralbanken, även om detta i allmänhet knappast är praktiskt genomförbart. Större delen av penningmängden, vilken är bankinlåning, ligger dock alltid utanför centralbankens direkta påverkan.

Nyckeln till centralbankens förmåga att indirekt styra bankinlåningen, och därmed penningmängden totalt, ligger i att bankerna strävar efter (eller kan tvingas till) att hålla en viss relation mellan sina kassareserver och den totala inlåningen. Genom att den totala behållningen på samtliga konton är så stabil över tiden, se avsnitt 3.1, behöver bankerna endast hålla en kassakvot på någon eller några få procent av inlåningen.

Bankernas val av kassakvot påverkas av avkastningsförhållandena. En viktig faktor är skillnaden mellan den avkastning som kassareservmedel ger (t. ex. räntan på inlåning hos riksgäldskontoret) och avkastningen på utlåning eller andra alternativa placeringar. Vidare är möjligheten att låna i centralbanken, och räntekostnaden för detta, av mycket stor betydelse. I ett system där bankerna har en ovillkorlig rätt att låna i riksbanken till en ränta i

[1] I Sverige håller aldrig affärsbankerna – annat än av misstag – mer reservmedel i riksbanken än vad som dikteras av kassakraven. Däremot har i regel funnits möjlighet till insättningar i riksgäldskontoret till en ränta under diskontot. Balansräkningen för centralbanken bör för Sveriges del närmast ses som en konsolidering av riksbankens och riksgäldens balansräkningar.

[2] Den svenska riksbankens styrning av penningmängden behandlas ofta utifrån ett analysschema där tillskott till penningmängden delas upp i olika komponenter. Sambandet mellan detta schema, sadant det presenteras i riksbankens statistik, och framställningen i detta avsnitt klargörs i ett appendix till detta kapitel.

nivå med de korta penningmarknadsräntorna skulle antagligen den fritt valda kassakvoten bli mycket låg. Bankerna skulle i princip bara hålla en dagskassa i mynt och sedlar, och oväntat stora uttag skulle mötas med upplåning i riksbanken eller på dagslånemarknaden i övrigt.

Antag nu att av någon anledning, t. ex. en tids inflöde av utländsk valuta, mängden reserver i banksystemet ökar. Antag vidare att bankerna dessförinnan precis har uppfyllt sin önskade (eller påtvingade) kassakvot på, säg, fem procent. Det innebär att de nu är mera likvida och strävar efter att öka sina placeringar eller sin utlåning. Härav kan man, för banksystemet totalt, räkna med att större delen kommer tillbaka som inlåning. Härigenom skapas förutsättning för en ytterligare kreditexpansion, vilken i sin tur kommer tillbaka som inlåning osv., osv. Processen kommer att fortgå tills den eftersträvade kassakvoten är återställd. Om det vore så att all utlåning gick tillbaka till bankerna i form av inlåning, skulle slutresultatet bli att den ursprungliga reservökningen gett upphov till en tjugo (1/0,05) gånger så stor ökning av penningmängden. Man brukar då tala om en *kreditmultiplikator* på tjugo, som relaterar ökningen i reservmedel, eller *monetär bas,* i ekonomin till ökningen i penningmängden. Detta samband kan skrivas

$$\triangle M = m \cdot \triangle B$$

där $\triangle M$ står för förändring av penningmängden, m för kreditmultiplikatorn[1] och $\triangle B$ för förändring av den monetära basen, definierad som summan av utelöpande sedlar och bankernas nettoreserver (insättning – upplåning) i centralbanken. Med hjälp av detta uttryck kan vi analysera hur centralbanken med hjälp av de tre ovan redovisade medlen kan styra penningmängden. Syftet är här att diskutera grundprinciperna för hur detta kan gå till. För den svenska riksbankens politik har analys i termer av monetär bas och kreditmultiplikator inte spelat någon roll. Detta hindrar emellertid inte att dessa begrepp kan tjäna som ram för en principiell diskussion. Vi återkommer till de svenska förutsättningarna längre fram.

Den monetära basen kan definieras på flera olika sätt. Den definition som givits ovan är vad som brukar betecknas som den justerade monetära basen.[2] När vi fortsättningsvis talar om den monetära basen är det genomgående den justerade basen som avses. Denna kan direkt påverkas av centralbanken genom *öppna marknadsoperationer.* Detta kan ses från centralbankens balansräkning. En försäljning av statspapper till allmänheten eller bankerna[3] innebär att riksbankens innehav av statspapper minskar. Eftersom varken valutareserven eller övriga tillgångar och skulder är direkt involverade i transaktionen måste den monetära basen minska med lika mycket.[4] Under förutsättning att kreditmultiplikatorn inte påverkas av denna förändring i den monetära basen, eller påverkas på ett förutsägbart sätt, kan detta översättas i en minskning av penningmängden. Vad som händer med kreditmultiplikatorn beror, på samma sätt som vid ett ändrat kassakrav (se nedan), på möjligheten att låna i centralbanken. Genom att öka sin upplåning där skulle bankerna kunna förhindra att en minskning av den monetära basen fick några konsekvenser för bankutlåningen, dvs. kreditmultiplikatorn skulle öka.

Kassakrav kan ses som ett mycket direkt verkande medel. Bankernas kassakvot är ju en central bestämningsfaktor för kreditmultiplikatorn, och

[1] Storleken på denna beror, förutom på bankernas kassakvot, också på allmänhetens benägenhet att hålla sedlar och mynt.

[2] En alternativ definition är sedlar plus bankernas kassareserver, dvs. där bankernas upplåning inte dras ifrån. Detta är den ojusterade monetära basen. Med en sådan definition är den monetära basen inte lika direkt påverkbar för centralbanken.

[3] Som påpekades i avsnitt 4.1.3 är försäljning av obligationer till bankerna i stort sett likvärdigt med försäljning till allmänheten i en oreglerad situation.

[4] Valutareserven, och därmed den monetära basen, kan däremot komma att påverkas indirekt genom att marknadsoperationerna påverkar räntenivån.

för givet värde på den monetära basen kan alltså penningmängden påverkas denna väg. Styrning av penningmängden via kassakrav fungerar mest omedelbart i ett system där upplåningsrätten i centralbanken är begränsad. Annars skulle bankerna helt kunna omintetgöra effekterna på penningmängden genom att låna i centralbanken. I hur stor utsträckning man kommer att välja denna väg beror, som vid öppna marknadsoperationer, framför allt på räntan på upplåning i centralbanken.[1] Vid en mycket låg upplåningsränta, i förhållande till utlåningsräntorna, kan en kassakravshöjning bli helt verkningslös, medan den vid en hög ränta kan få fullt genomslag. Man kan också tänka sig att centralbanken låter räntan stiga successivt med upplåningens volym. I ett sådant fall skulle ett skärpt kassakrav normalt ge upphov till en kombination av ökad upplåning i centralbanken och minskad utlåning till allmänheten. Kreditmultiplikatorn skulle alltså öka, men inte med så mycket att effekten på penningmängden omintetgjordes.

Diskontopolitik har således stor betydelse för den verkan som marknadsoperationer och kassakrav har. I all synnerhet gäller det i ett system där, som i Sverige, upplåningsrätten i centralbanken är ovillkorlig vid given ränta. Diskontopolitiken kan också indirekt påverka bankernas egna val av kassakvot genom att den påverkar dels upplåningskostnaden i riksbanken och dels ränteläget i ekonomin mer allmänt. Höjda upplåningskostnader i centralbanken gör bankerna benägna att hålla större reserver för att minska behovet av att låna i centralbanken. Ett höjt diskonto (straffränta) leder således till en minskning av kreditmultiplikatorn och därmed av penningmängden. Diskontopolitikens effekter på framför allt de korta räntorna har också ett direkt inflytande på de korta kapitalrörelserna i en öppen ekonomi som den svenska (se diskussionen om den svenska diskontopolitiken i avsnitt 5.6).

Det är viktigt att observera att riksbanken inte kan ha full kontroll över den monetära basen i en öppen ekonomi med fasta växelkurser. Då är nämligen guld- och valutareservens utveckling bestämd av bytes- och kapitalbalansernas utveckling. För att med precision kunna styra penningmängden måste alltså i detta fall centralbanken göra en prognos på valutareservens utveckling.

På lång sikt är penningmängdsstyrning överhuvudtaget omöjlig för ett litet land med fasta växelkurser. På kort sikt beror dess möjlighet främst på hur räntekänsliga de internationella kapitalrörelserna är. Om landets penningmarknad är fullständigt integrerad med internationella kapitalmarknader, så att det inhemska ränteläget är helt bestämt av det internationella och vi inte har någon valutareglering är penningmängdsstyrning omöjlig i alla lägen. Ett försök till inhemsk kreditåtstramning skulle ögonblickligen leda till ett motsvarande valutainflöde. Däremot skulle, som påpekas i avsnitt 5.3, en styrning av den inhemska kreditvolymen vara möjlig.

5.3 En penningmängdsfokuserad politik

Penningmängdsstyrning och dess förutsättningar har kommit att bli ett centralt inslag i den penningpolitiska debatten i flertalet industrialiserade västländer i dag. Denna fokusering på penningmängden är emellertid en

[1] Problemet är, mer tekniskt uttryckt, att centralbanken inte genom kassakrav direkt kan påverka m, dvs. den kreditmultiplikator som relaterar den justerade monetära basen till penningmängden. Däremot skulle den direkt kunna påverka den multiplikator som relaterar den ojusterade basen till penningmängden. Då är emellertid den ojusterade basen inte direkt påverkbar. Detta är självfallet bara två sätt att uttrycka samma grundläggande problem.

relativt sen företeelse. Den traditionella "klassiska" penningpolitik som bedrevs t. ex. i USA fram till 70-talet med just de medel vi beskrivit i inledningen av kapitlet ägnade föga intresse åt penningmängden och dess utveckling. Penningmängden kan som vi sett inte betraktas som ett medel direkt under centralbankens kontroll. Penningmängdens utveckling kan heller inte ses som ett egentligt mål för den ekonomiska politiken. Att den ändå fått sådan uppmärksamhet idag kräver en förklaring.

Den nya penningmängdsfokuserade[1] penningpolitiken bedrivs i princip i två steg. I det första översätts den önskade utvecklingen vad gäller de övergripande målen för den ekonomiska politiken (t. ex. BNP, sysselsättning och inflation) till en med dessa mål förenlig tillväxt i penningmängden. Vanligen leder detta till att centralbanken regelbundet (t. ex. varje kvartal eller varje år) offentliggör en önskad ökningstakt för penningmängden, som i allmänhet hålls fixerad över en viss tidsperiod, ofta upp till något år. I det andra steget utnyttjar centralbanken de medel den har till sitt förfogande för att se till att penningmängden följer den angivna utvecklingen. Med en marknadskonform penningpolitik – vilket varit vanligast förekommande – innebär det att centralbanken främst via öppna marknadsoperationer och diskontopolitik mer eller mindre kontinuerligt söker styra penningmängdsutvecklingen efter det angivna målet.

Penningmängden kommer således i fokus av i princip två anledningar. För det första används den som ett *intermediärt* mål eller *indikator*[2] på penningpolitikens riktning och styrka. För det andra ges detta officiell prägel genom regelbundet offentliggörande. Den penningmängdsfokuserade politiken har i olika varianter prövats i ett antal länder under 70-talet. Några faktorer har i debatten framhållits som speciellt viktiga för att motivera denna politik.

Den första punkten utgår från den svaga roll penningpolitiken överhuvudtaget har spelat i stabiliseringspolitiken under de senaste årtiondena. Den keynesianskt inspirerade politik som förts i de flesta länder har lagt tonvikten på finanspolitiken. Centralbankens roll kan sägas ofta ha reducerats till att anpassa (ackommodera) den monetära utvecklingen till den aktiva finanspolitiken. Kritiken mot den traditionella keynesianska politiken har vuxit under senare år. Ett sätt att hålla de finanspolitiska ambitionerna i schack skulle vara att ge centralbanken större möjlighet att föra en i förhållande till finanspolitiken självständig penningpolitik. Genom offentliggörande av penningmängdsmål skulle centralbanken ge större tyngd åt sina ambitioner och därmed lättare kunna driva en självständig politik.

En andra punkt har att göra med att målet för penningmängdsutvecklingen ofta fixeras för ganska långa perioder. Detta innebär att man ger upp möjligheterna till "fine tuning", dvs. till att kontinuerligt anpassa politikens inriktning och styrka efter all ny information som kommer fram. Även denna aspekt utgör en reaktion mot den keynesianskt inspirerade aktivismen inom stabiliseringspolitiken. I stället för att utgå ifrån att ekonomin i grunden är instabil och att även små störningar skall korrigeras med ekonomisk-politiska åtgärder, hävdar man att en aktiv politik löper stor risk att skapa ytterligare fluktationer, eftersom dess verkningar är svåra att bedöma och kommer med stor tidseftersläpning.

Som en tredje fördel med en penningmängdsfokuserad politik brukar

[1] Den kortfattade redogörelse som följer här är med nödvändighet schablonartad. Den kan emellertid sägas fånga in de väsentliga elementen i den nya penningpolitiken i länder som USA, England och Västtyskland. Även mindre länder, t. ex. Schweiz, har bedrivit och bedriver en liknande politik. För en mer ingående diskussion se Börje Kraghs och Staffan Viottis expertrapporter.

[2] I den internationella litteraturen används en tämligen vildvuxen flora av termer. En del experter uppfattar väsentliga nyansskillnader mellan "intermediate targets" och "indicators".

andragas det faktum att penningmängdsmålet öppet annonseras av centralbanken. Genom att det ges officiell prägel och centralbanken bl. a. av prestigeskäl verkligen kan antas sträva efter att följa det minskas allmänhetens osäkerhet om den ekonomiska politiken i framtiden. Därigenom kan dess förväntningar om t. ex. prisutvecklingen tänkas stabiliseras. Att detta synsätt inte är ovanligt bland centralbanksfolk belyses av följande uttalande av den engelska centralbankschefen (Governor of the Bank of England): "The main role therefore that I see for monetary targets is to provide the framework of stability within which other policy objectives can be more easily achieved. It is essential for this purpose that monetary targets should be publicly announced, and that the authorities' resolve be sufficient to make the announcement credible . . ."[1]

På denna punkt kan man dock fråga sig vad det är som är unikt med penningmängden när det gäller att övertyga allmänheten om att en viss politik skall föras. Finns det inte andra, kompletterande variabler genom vilka centralbanken kan stabilisera förväntningarna? Särskilt kan man här peka på att fasta växelkurser länge fyllde rollen av penningpolitiskt kritstreck, åtminstone för små öppna ekonomier av Sveriges typ. Trovärdigheten i det uppsatta intermediära målet för växelkursen förstärktes också fram till 1973 av de internationella åtaganden som Bretton Woods-systemet innebar.

Ett fjärde argument tar fasta på det informationsflöde som den ekonomiska politiken har att utgå ifrån. Data om de verkliga målvariablerna, t. ex. BNP, produceras normalt mera sällan och med större tidsfördröjning än monetära data, som penningmängden. Anta exempelvis att data för BNP endast erhålls varje halvår, medan nya penningmängdssiffror blir tillgängliga varje månad. Centralbanken skulle nu kunna använda en tvåstegsstrategi för att utnyttja tillgänglig information så effektivt som möjligt. Under halvåret när ny information om BNP saknas bedrivs politiken med penningmängden som intermediärt mål. Avvikelser från den målsatta penningmängdsutvecklingen ger signaler om när åtgärder skall sättas in. När sedan nya BNP-siffror kommer fram justeras politiken och ett nytt penningmängdsmål läggs fast för nästa halvår.

Denna argumentation för en penningmängdsfokuserad politik kan verka bestickande. En väsentlig fråga är emellertid återigen om penningmängden är den enda storhet som kan ge information om den ekonomiska utvecklingen innan nya BNP-siffror hunnit komma in. Siffror för slutliga målvariabler som inflation och arbetslöshet rapporteras oftare och med mindre tidsfördröjning än BNP. Dessutom är uppgifter om andra monetära variabler som räntor och växelkurser tillgängliga mer eller mindre dagligen och bör kunna spela samma roll som penningmängden som intermediärt mål. Även om penningmängden kan ge värdefull information för penningpolitiken enligt resonemanget ovan, finns det således ingen anledning att uppfatta dess roll som unik.

Hur skall man då välja mellan olika monetära indikatorer?

Utöver frågan om hur snabbt tillförlitlig information kan tas fram kan man peka på ett par faktorer bakom ett sådant val. Den första är stabiliteten i sambandet mellan indikatorn och de slutliga målen. Här brukar anföras att rader av studier påvisat ett stabilt samband mellan penningmängden och

[1] "Reflections on the Conduct of Monetary Policy", *Bank of England Quarterly Bulletin* (March 1978) pp. 34–35.

BNP. Det finns emellertid närbesläktade indikatorer, t. ex. inhemsk kreditvolym, som har ett ungefär lika stabilt samband med BNP. Den andra faktorn som spelar in är hur de slutliga målen prioriteras gentemot varandra. Om stor vikt läggs vid inflationsbekämpning blir penningmängden förhållandevis viktigare än om sysselsättningen prioriteras högt.[1]

Den nya penningmängdsfokuserade penningpolitiken är ett stort och hett omdebatterat ämne. Det är svårt att i dag säga i vilken utsträckning intresset för denna politik hänger samman med den allmänna reaktionen mot keynesiansk stabiliseringspolitik och i vilken mån den representerar några verkliga nyheter vad gäller penningpolitiken i sig. De medel centralbanken spelar med är fortfarande de traditionella, klassiska medlen:[2] öppna marknadsoperationer, diskonto och kassakrav.

De olika punkter som vi angett som karakteristiska hänger samman med olika aspekter av politiken. Det penningpolitiska paket som beskrivits i detta avsnitt, och som ibland betecknas som "monetarism", behöver därför inte anammas i sin helhet utan kan mycket väl lösas upp i sina beståndsdelar. Man kan t. ex. tänka sig att penningmängdsfokusering kombineras med en aktivistisk politik, där penningmängdsmålet kontinuerligt anpassas när ny information kommer fram, eller man kan tänka sig en politik med stark aversion mot "fine tuning" men där normen är finanspolitisk, t. ex. budgetbalans, snarare än penningpolitisk.

Det är också viktigt att komma ihåg att en konsekvent genomförd penningpolitik med penningmängden som riktmärke i grunden förutsätter rörliga växelkurser. Som påpekats ovan kan centralbanken i ett litet land i längden inte föra en självständig penningpolitik om växelkursen samtidigt är fast (eller styrd). På kort sikt är det möjligt att ändå driva en självständig penningpolitik, men, som också påpekats ovan, penningmängdsstyrning försvåras av att den monetära basen via valutareserven är beroende av utfallet i betalningsbalansen. Därför kan ett mål för den inhemska kreditvolymen (penningmängd minus banksystemets, inkl. centralbankens, nettoställning mot utlandet) vara att föredra. Jämfört med ett rent penningmängdsmål kan detta bidra till att stabilisera kapitalbalansen. Detta kan illustreras med ett exempel. Antag en oväntad höjning av den internationella räntenivån. Denna resulterar i ett kapitalutflöde och därmed en minskning av penningmängden, medan däremot den inhemska kreditvolymen är opåverkad. Härigenom tenderar de inhemska räntorna att pressas upp och landet får automatiskt en stabilisering av betalningsbalansen. Om centralbanken i stället försökte hålla fast vid en målsatt penningmängdsut-

[1] En tredje faktor, som diskuteras i en omfattande litteratur, hänger samman med arten och frekvensen av de makroekonomiska störningarna. En slutsats är att ett monetärt aggregat t. ex. penningmängden, är lämpligast om störningarna företrädesvis kommer från den reala sektorn av ekonomin, medan det skulle vara bättre att använda en ränta som intermediärt mål om osäkerheten var störst beträffande den finansiella sektorn. Se närmare Staffan Viottis expertrapport.

[2] Att införandet av den nya penningpolitiken ibland, såsom t. ex. i England, gått hand i hand med ett övergivande av administrativa regleringar och selektiva åtgärder till förmån för klassiska marknadskonforma medel innebär inte att en penningmängdsfokuserad penningpolitik *måste* bedrivas med marknadskonforma instrument.

veckling, skulle den i detta läge inskrida med steriliserande marknadsinterventioner eller på annat vis. Härigenom skulle räntedifferensen tendera att bibehållas och kapitalutflödet fortsätta.

5.4 Penningpolitikens roll

En tvåstegsstrategi av det slag som penningmängdsstyrning utgör ett exempel på bygger på att de slutliga målen för den ekonomiska politiken i ett första steg översätts i ett eller flera intermediära mål för penningpolitiken. Vi ska i detta avsnitt diskutera något mer konkret hur en sådan översättning kan gå till. Detta förutsätter en diskussion av den allmänna stabiliseringspolitiska strategi där penningpolitiken ingår som en beståndsdel.

Som vi tidigare framhållit kan målen för penningpolitiken uppfattas som i första hand stabiliseringspolitiska. Effekter på resursallokering och inkomstfördelning kan dock lägga vissa restriktioner på valet av medel. I förra kapitlet diskuterade vi i vad mån hänsyn till dessa restriktioner kan göra att regleringar är att föredra framför marknadskonforma medel. Slutsatsen av den diskussionen var att det i allmänhet finns andra medel som är bättre lämpade att uppnå dessa mål. Det finns därför inte anledning att här lägga andra än renodlat stabiliseringspolitiska effekter till grund för bedömningarna av en marknadskonform penningpolitiks effekter. Stabiliseringspolitikens uppgift är att se till att storheter som nationalprodukt, sysselsättning, inflation och betalningsbalans får en så jämn utveckling som möjligt. Prognoser på och bedömningar av olika inre och yttre störningar som kan påverka utvecklingen av dessa storheter bildar därför utgångspunkten för formuleringen av de(t) intermediära penningpolitiska målet/målen.

De första årtiondena efter andra världskriget fram till mitten av 60-talet kan sägas ha varit den keynesianska stabiliseringspolitikens glansdagar. Med en allmänt låg inflationstakt och ett stabilt internationellt betalningssystem kom stabiliseringspolitiken att främst gå ut på att genom styrning av den totala efterfrågan åstadkomma en jämn tillväxt och hög sysselsättning. Finanspolitiken fick ett övertag därför att den tycktes verka direkt på totala efterfrågan, medan penningpolitikens verkningar, åtminstone med generella marknadskonforma medel, ansågs mera svårbedömda. Visserligen ansågs penningpolitiken ha ett försteg gentemot finanspolitiken genom att det här går snabbare att fatta beslut om och genomföra politikförändringar. Men å andra sidan uppfattades den process genom vilken penningpolitiken verkar på totala efterfrågan som mycket mera indirekt. Det är framför allt de privata investeringarna och deras räntekänslighet[1] som spelar roll här. Inom ramen för denna stabiliseringspolitiska strategi skulle ett intermediärt mål kunna utgå från en målsatt investeringsutveckling. Med hjälp av en bedömning av investeringarnas räntekänslighet kan denna översättas i ett penningpolitiskt mål för räntan. Alternativt skulle den, utgående från en bedömning av räntebildningen på kreditmarknaderna, kunna översättas i ett mål för penningmängdsutvecklingen. Bedömningar av dessa slag är emellertid svåra att göra med någon precision. Inte minst beror detta på att verkan ofta kommer med lång tidsfördröjning.

Från och med slutet av 60-talet kan den stabiliseringspolitiska problemati-

[1] Den privata konsumtionen kan också tänkas vara räntekänslig, speciellt efterfrågan på varaktiga konsumtionsvaror.

ken sägas ha förändrats. Världsinflationen ökade kraftigt med en kulmen kring 70-talets oljekriser. En växande instabilitet i det internationella betalningssystemet ledde också till ett totalt övergivande av det gamla systemet med fixerade växelkurser i början av 70-talet. Allt detta bidrog till att stabiliseringspolitiken ställdes inför allvarliga målkonflikter på ett sätt om knappast skett tidigare.

Den första gällde konflikten mellan *inflation och sysselsättning*. Här innebar det på 60-talet gängse synsättet, manifesterat i den s k Phillipskurvan, att arbetslösheten alltid kunde minskas till priset av en snabbare inflation. Under 70-talet ledde kombinationen av snabbare inflation och stigande arbetslöshet i flertalet västländer gradvis till insikten att denna möjlighet endast fanns på kort sikt. På längre sikt började man nu uppfatta arbetslösheten som oberoende av det allmänna efterfrågetrycket i ekonomin och uteslutande bestämd av faktorer som arbetsmarknadens struktur m m. Försök att hålla nere arbetslösheten under denna långsiktigt möjliga nivå medför, enligt den uppfattning som idag är förhärskande, bara att inflationen skapar ytterligare bränsle åt sig själv genom en allmän upptrappning av inflationsförväntningarna.

Med de ökande problemen med inflationen kom penningpolitiken att ägnas nytt intresse. Inflationen är ett monetärt fenomen såtillvida att en inflationsprocess i längden inte kan underhållas utan motsvarande expansion av penningmängden. På lång sikt måste det därför finnas ett nära samband mellan ökningstakten i penningmängden och inflationstakten. Anledningen till denna slutsats är att rader av empiriska studier har visat att allmänhetens reala (prisnivåjusterade) efterfrågan på pengar är en stabil funktion av ett fåtal variabler, i första hand inkomst och räntenivå. På lång sikt kan utvecklingen av dessa variabler uppfattas som bestämd av andra än monetära faktorer. En penningpolitisk strategi skulle då kunna gå ut på att försöka beräkna den långsiktiga ökningstakten för penningmängden som är förenlig med en viss inflationsutveckling. För en sådan kalkyl kan ett enkelt s. k. kvantitetsteoretiskt resonemang bilda utgångspunkt. Detta förs med hjälp av sambandet[1]

$$P \cdot Y = M \cdot V$$

Det säger att nominella BNP (prisnivå, P, multiplicerad med real BNP, Y) är lika med penningmängden, M, multiplicerad med dess omloppshastighet, V. Med utgångspunkt från ett visst mål för inflationen och prognoser för produktionstillväxten och för omloppshastigheten kan detta samband användas för att fastställa ett intermediärt mål för penningmängden. Problemet är hur de prognoser som behövs ska göras. Svårigheterna begränsas om man uteslutande intresserar sig för utvecklingen på lång sikt. Då är rimligen den reala utvecklingen bestämd av andra faktorer än monetära, och omloppshastigheten står i ett ganska stabilt förhållande till räntan och realinkomstnivån. Det kan vara intressant att notera att, såvitt vi kan bedöma, de centralbanker som arbetar med en penningmängdsfokuserad politik i praktiken inte härleder det intermediära målet ur några mer sofistikerade samband än bytesekvationen.

I en extrem tillämpning hålls penningmängdsmålet fixerat vid det som är

[1] Detta enkla samband kallas i den nationalekonomiska litteraturen för bytesekvationen.

långsiktigt förenligt med inflationsmålet oberoende av det aktuella konjunkturläget. Med flexiblare tolkningar ses den långsiktiga ökningstakten mer som ett rättesnöre med möjlighet till kortsiktiga avvikelser. Den uppläggning som idag valts i bl. a. USA och England går ut på att gradvis sänka penningmängdens ökningstakt mot den långsiktigt eftersträvade. Detta sammanhänger med uppfattningen att det tar tid att bryta allmänhetens inflationsförväntningar och att en alltför drastisk neddragning av den monetära expansionen därför skulle leda till kraftigt ökad arbetslöshet under en övergångsperiod.

Med en mer aktivistisk politik som löpande justeras efter konjunkturläget, blir kalkylen av penningmängdsmålet mer komplicerad. Uttryckt i termer av bytesekvationen kan detta sägas bero på att omloppshastigheten är en funktion av ränteläget och därför kan väntas variera med den förda politiken. En ökning av penningmängden bör verka dämpande på ränteläget. Med lägre avkastning på alternativa placeringar blir det mindre viktigt för allmänheten att hushålla med sina penningtillgodohavanden och omloppshastigheten tenderar att minska. I ett extremfall, som karakteriseras av en mycket stor räntekänslighet hos penningefterfrågan, skulle minskningen i omloppshastigheten helt kunna neutralisera ökningen i penningmängden och effekten på nominella BNP bli noll. På empiriska grunder torde ett sådant extremfall kunna uteslutas. Kunskapen om de beteendesamband som skulle behövas som grund för en aktivistisk politik är emellertid, trots årtionden av intensiv ekonometrisk forskning runt om i världen, bristfällig.

Den andra stabiliseringspolitiska målkonflikten som blivit alltmera påtaglig sedan mitten av 1960-talet är konflikten mellan *extern och intern balans*. Den kan illustreras med följande enkla exempel. Antag att ett litet land förbundit sig eller självt bestämt sig för att hålla ett fixt värde på sin valuta. Samtidigt bedriver det en mera expansiv politik än omvärlden, vilket leder till högre sysselsättning och BNP-tillväxt, men också till en snabbare inflation och kostnadsutveckling. Allt detta leder till att landet i fråga får problem med betalningsbalansen. Den ökade inhemska efterfrågan spiller över i ökad importefterfrågan och det försämrade konkurrensläget för exportindustrin försvårar exporten. Dessutom kan den snabba penningmängdsökningen medföra ett kapitalutflöde. Detta kommer att tära på valutareserven, vilket i sin tur kan leda till spekulationer om en devalvering av växelkursen och ytterligare press på valutan.

Omsorgen om växelkursen lägger således en restriktion på den inhemska stabiliseringspolitiken. Så länge Bretton Woods-systemet bestod, var denna omsorg om den egna valutan naturlig. En devalvering ansågs allmänt som ett allvarligt politiskt misslyckande. Idag är situationen annorlunda. Flera av de större industriländerna låter sina valutor flyta gentemot varandra. De flesta mindre länder, bl. a. Sverige, har visserligen valt att ha en fast växelkurs,[1] men med den stora osäkerhet som idag råder angående vad som är rimliga jämviktsväxelkurser sker kursjusteringar betydligt oftare än under Bretton Woods-tiden. Detta gör naturligtvis att osäkerheten om växelkursutvecklingen i praktiken är stor även i länder, som ger sig ut för att hålla en fast kurs. Korta internationella kapitalrörelser framdrivna av förväntningar om växelkursförändringar blir därför vanligare. Till detta kommer att de

[1] Vad en fast växelkurs innebär är idag inte lika enkelt som under Bretton Woods-systemet, där dollarn med dess fixa guldparitet utgjorde systemets självklara värdebas. Nu står det varje land fritt att självt välja lämpligt index i förhållande till vilket valutan skall stabiliseras.

internationella kapitalmarknaderna blivit allt bättre integrerade med varandra. Det har medfört att även små räntedifferenser kan utlösa stora kapitalrörelser. Som vi såg i avsnitt 3.4 gäller detta även för ett land som Sverige som genom valutareglering försöker få en viss autonomi. Dessutom har variationerna i ränteläge både över tiden och mellan länderna blivit allt större delvis till följd av den nya penningmängdsfokuserade penningpolitiken som vi diskuterat ovan. Detta har bidragit ytterligare till att kasten i de internationella kapitalrörelserna blivit allt snabbare.

Penningpolitikens roll när det gäller konflikten mellan intern och extern balans i en regim av fasta eller styrda växelkurser kan i princip uppfattas på två sätt.

För det första kan extern-internbalansproblematiken ses som en utvidgning av den keynesianska stabiliseringspolitiken. Styrningen av totala efterfrågan har samtidiga konsekvenser vad gäller betalningsbalansen. En ökad inhemsk efterfrågan och en förbättrad sysselsättning förorsakad av en expansiv finanspolitik kan leda till en försämring av bytesbalansen. En restriktiv penningpolitik kan här, genom att driva upp räntenivån och därigenom förbättra kapitalbalansen, samverka med finanspolitiken och parera de negativa effekterna på betalningsbalansen. Den avgörande frågan är hur uppgifterna skall fördelas mellan penning- och finanspolitiken. Skall finanspolitiken i första hand användas för att nå internbalans och penningpolitiken reserveras för att klara problemen med den externa balansen, eller tvärtom? Svaret är att den förra arbetsfördelningen som regel är att föredra, eftersom den kombinerar de tillgängliga medlen med de mål på vilka de har en mera direkt verkan. Detta synsätt leder alltså fram till en viss ansvarsfördelning där centralbanken primärt inriktar sin politik på externbalansen. Det är emellertid viktigt att betona att penning- och finanspolitiken är ömsesidigt beroende av varandra. De måste "doseras" i vissa proportioner för att båda målen ska kunna uppnås.

För det andra kan penningpolitikens roll ses mera isolerat. Den skulle främst bestå i att kontinuerligt försvara valutareserven och därmed växelkursen mot attacker orsakade av variationer i internationella räntor och växelkurser. En plötslig uppgång i det internationella ränteläget, förorsakad t. ex. av kraftig monetär åtstramning i USA, kan leda till ett snabbt kapitalutflöde och uttömning av valutareserven. Detta i sin tur leder till valutaspekulation, som leder till ytterligare kapitalutflöde osv. Syftet med penningpolitiken skulle här vara att bryta denna process så tidigt som möjligt genom att låta de korta räntorna i landet snabbt följa med de internationella och därmed undvika spekulativa kapitalrörelser i endera riktningen. Detta synsätt skiljer sig från det första genom att betona riskerna för kumulativa förväntningsstyrda processer. Å andra sidan innebär det att ambitionsnivån satts lägre vad gäller samordning av penningpolitiken med finanspolitiken.

Penningpolitiken sådan den bedrivs i Sverige och flertalet övriga små öppna ekonomier har idag starka inslag av det senare synsättet. Det är då naturligt att uppfatta den korta räntan som det operativa målet. Detta är också en konsekvens av att en öppen ekonomi med fasta växelkurser som tidigare påpekats i princip förlorar kontrollen över penningmängden, åtminstone på lite sikt. Hänsynen till andra stabiliseringspolitiska mål som

sysselsättning och tillväxt kan här möjligen komma in genom försök att kortsiktigt isolera framför allt de långa räntorna från internationella influenser.

5.5 Internationella erfarenheter av penningpolitiska strategier[1]

Från senare hälften av 1970-talet har en rad, framför allt stora länder, fört en politik med rörliga växelkurser och ett penningmängdsmål. Flertalet små länder å andra sidan har haft ett växelkursmål och därigenom givit upp den långsiktiga kontrollen över penningmängden.

Penningpolitiken i Storbritannien och USA illustrerar en *penningmängdsfokuserad* uppläggning med av centralbankerna annonserade riktlinjer för penningmängdens utveckling. I båda länderna drivs politiken huvudsakligen med öppna marknadsoperationer för att i första hand påverka bankreserverna, dvs. en delkomponent av den monetära basen.[2] Den mest uppmärksammade effekten av politiken har varit att ränteläget och växelkursen i båda länderna har drivits upp till höga nivåer, av allt att döma högre än respektive centralbanker i förväg hade räknat med. Detta har, i första hand via påverkan på investeringarna, fått en kraftigt depressiv inverkan på produktion och sysselsättning i båda länderna. Samtidigt har effekterna på inflationen efter hand blivit påtagliga.

I både England och USA har man, trots de oväntat kraftiga negativa sysselsättningseffekterna, i stort sett hållit fast vid de ursprungligen formulerade penningmängdsmålen. Detta har setts som nödvändigt för att bevara tilltron till den långsiktiga målsättningen för inflationen och därigenom bryta inflationsförväntningarna. Det är också ett uttryck för en hög prioritering av inflationsmålet i förhållande till målet att på kort sikt upprätthålla sysselsättningen. Det måste emellertid åter betonas att en sådan inflexibilitet inte är en nödvändig del av en politik med penningmängden som intermediärt mål. Den argumentation som vi förde i avsnitt 5.3 gick tvärtom ut på att politiken skulle kunna modifieras när tillförlitlig information om egentliga målvariabler typ sysselsättning och produktion blev tillgänglig.

En annan aspekt av politiken i både Storbritannien och USA är att man haft svårigheter att styra det monetära aggregat som målsatts. Detta förklaras, åtminstone för England där avvikelserna varit störst, delvis av den samtidiga avregleringen av hela kreditmarknaden. Denna har medfört att placeringar som tidigare gjordes på den oreglerade marknaden nu flyttat in som inlåning i bankerna och därmed kommit med i penningmängden. Detta bör i sig inte vara någon anledning till en åtstramning av penningpolitiken, och illustrerar faran, särskilt i samband med större omläggningar av politiken, att helt fokusera på ett visst monetärt aggregat.[3] Härutöver förklaras de engelska problemen sannolikt av oerfarenhet av att rent tekniskt hantera den nya typen av politik. De svårigheter i samband med penningmängdskontroll som uppmärksammats i flera länder kan därför snarast betraktas som övergångsproblem.

Flertalet små utrikeshandelsberoende länder har å andra sidan valt att knyta sin politik till ett *mål för växelkursen*. Av stor betydelse för detta val

[1] Se vidare Börje Kraghs expertrapport.

[2] I Storbritannien användes dock fram till valutaregleringens avskaffande 1979 medel av typ kassakvoter och likviditetskvoter.

[3] På samma sätt är sannolikt den snabba penningmängdsökningen i Sverige under senare delen av 1981 och 1982 i viss mån ett resultat av att banksystemet dragit till sig inlåning från den oreglerade marknaden.

har säkerligen varit erfarenheten att de länder som valt rörliga växelkurser drabbats av mycket stora kursfluktuationer med ofta kraftigt stegrade växelkurser i samband med en omläggning av politiken i kontraktiv riktning.[1] Sådana svängningar är naturligtvis mindre tilltalande ju större utrikeshandel ett land har. Genom växelkursmålet kommer den korta räntan i fokus för politiken i dessa länder. Med fasta växelkurser är inte penningmängdsstyrning möjlig på lång sikt. Däremot kan den inhemska kreditvolymen (penningmängd minus banksystemets, inkl. centralbankens, nettoställning mot utlandet) i princip styras. Flera små länder har mål av denna typ.[2]

5.6 De svenska förutsättningarna

Genomgången i de föregående avsnitten reser en rad frågor som sträcker sig från valet av övergripande stabiliseringspolitisk strategi till tekniker för monetär styrning. På flera av dessa frågor har vi inga entydiga svar att ge. Vi har inte tagit ställning i valet mellan en aktivistisk politik och en politik som låter normer och intermediära mål ligga fast över långa perioder. Detta är i stor utsträckning en politisk fråga. Vi har heller inte någon bestämd uppfattning om den relativa styrkan i de olika kanaler genom vilka penningpolitiken har effekter på de slutliga målen för stabiliseringspolitiken. Är det via den långa räntans påverkan på investeringarna, via den korta räntans inverkan på kapitalflödena eller penningmängdens inflationspåverkan? Allt detta berör stora och delvis olösta frågor i den nationalekonomiska litteraturen. Vi har inte kunnat göra mer än markera de viktigaste kanalernas existens. Inte heller har vi något klart svar på frågan om val av intermediärt mål eller om riksbankspolitiken överhuvudtaget bör fokuseras på ett intermediärt mål. Denna hänger som framgått nära samman med de båda tidigare frågorna. Slutligen lämnar vi ingen entydig rekommendation om hur riksbanken mer tekniskt bör gå tillväga för att styra t.ex. ränta eller penningmängd.

Vad vi ska försöka göra i detta avsnitt är att behandla *en* möjlig uppläggning av en svensk kreditpolitik som arbetar med marknadskonforma medel. Vår utgångspunkt är då att det viktigaste intermediära målet för politiken är att försvara den fasta, eller styrda[3], växelkursen. Denna baseras dels på vår tolkning av riksbankspolitikens inriktning på senare år dels på att erfarenheterna från länder med flytande växelkurser visar på mycket stora och besvärande kursfluktuationer.

Att ett växelkursmål läggs till grund för politiken innebär att en kontinuerlig bevakning av de korta räntorna blir en central uppgift för riksbanken. Om inhemska och internationella kapitalmarknader vore perfekt integrerade med varandra skulle ränteutvecklingen – även på kort sikt och för både korta och långa räntor – vara helt bestämd av omvärlden. Enligt vår uppfattning medför den svenska valutaregleringen, vilken vi förutsätter kommer att behållas, ett visst kortsiktigt utrymme för en självständig räntepolitik. Hur stort detta utrymme är måste emellertid bli en bedömningsfråga vid varje särskild tidpunkt. Valutareservens utveckling ger ju här mycket direkta signaler.

I detta perspektiv kan ett mål för penningmängden – eller kreditvolymen

[1] Detta empiriskt observerade mönster, t. ex. i England och USA, kan ges en teoretisk förklaring som ett resultat av en lättrörlig och förväntningspåverkad prisbildning på valuta- och kapitalmarknader i kombination med trögrörliga löner och varupriser.

[2] Bland de små länderna finns exempel, bl. a. Österrike, på kombinationer av marknadskonform politik inriktad främst på de korta räntorna och regleringar för att styra total kreditvolym.

[3] Det skulle kunna hävdas att en styrd växelkurs, som t. ex. följer en viss apprecieringsregel, skulle vara mer utsatt för spekulationsangrepp och därför svårare att upprätthålla än en kurs som ligger fast.

eller den långa räntan – ha en självständig roll att spela av två skäl. *För det första* kan det finnas kortsiktigt utrymme för konventionell efterfrågestyrning även om detta temporärt skulle föra de svenska räntorna något ifrån omvärldens; vid fasta växelkurser måste penningmängden anpassas till vad som är förenligt med den förväntade inflationen i omvärlden. *För det andra* bestämmer den valda växelkurspolitiken i kombination med prognoserna över inflationsutvecklingen i omvärlden den långsiktigt möjliga penningmängdsutvecklingen. En sådan kalkyl skulle kunna läggas till grund för en officiellt deklarerad norm för penningmängdens ökningstakt. Om penningmängdsmålet visar sig inkonsistent med växelkursmålet tänker vi oss att det senare prioriteras och att politiken helt fokuseras på framför allt de korta räntorna.

Vi ska därför ägna huvuddelen av detta avsnitt åt en diskussion av hur de korta räntorna kan styras. Med de marknadskonforma styrmedel som riksbanken utnyttjat på senare år har den korta räntan kunnat påverkas på i huvudsak tre olika sätt.

Det första medlet är kostnaden för upplåning i riksbanken. Under senare år har denna i huvudsak varit liktydig med *straffräntan*, "det egentliga diskontot". En höjning av straffräntan innebär att bankernas kostnader för att låna upp pengar i riksbanken stiger. Därmed stiger den ränta bankerna är villiga att betala på sin korta inlåning, i första hand korta bankcertifikat och specialinlåning. Den korta räntan kommer att höjas ända upp till i närheten av straffräntan om banksystemet totalt har en upplåning i riksbanken som ligger över eller i närheten av den nivå över vilken straffräntan gäller.[1]

Om likviditeten i banksystemet är så hög att ingen nettoupplåning i riksbanken sker och bankerna i stället har pengar att placera sätter *riksgäldskontorets upplåningsränta* ett golv för penningmarknadsräntorna. Räntan på dagslånemarknaden, dvs. marknaden för dagslån mellan bankerna, måste ligga mellan straffräntan och riksgäldsräntan.

Banksystemet kan låna endast ganska små belopp, upp till halva egna kapitalet, i riksbanken till *diskontot*. Detta har därför begränsat inflytande på de korta räntorna. Ändringar i diskontot har i stället mera officiell prägel och ger med det banksystem vi har i Sverige ett ögonblickligt utslag på huvuddelen av bankernas in- och utlåningsräntor. En diskontoförändring kan sägas utgöra en officiell deklaration från riksbankens sida om en mera varaktig förändring i ränteläget och/eller konjunkturläget i allmänhet.

Det andra av riksbankens instrument är *kassakraven*. En höjning av kassakraven med en eller ett par procentenheter tvingar bankerna att totalt låsa åtskilliga miljarder kronor på konto i riksbanken; i juli 1980 motsvarade varje procentenhets höjning av kassakravet 2,7 mdr kr. Dessa pengar måste lånas upp vilket på mycket kort sikt endast kan ske i riksbanken. En höjning av kassakraven är därför ett sätt att tvinga bankerna att låna till straffnivå om de inte redan gör det.

Det tredje sättet för riksbanken att påverka det korta ränteläget är genom den tidsmässiga *förläggningen av statslånen*. Med den definition vi gjort utgör detta inte öppna marknadsoperationer i egentlig bemärkelse. Dessa innebär ju att centralbanken ändrar sin portfölj genom köp eller försäljning av *redan emitterade* statspapper vid en given total uteliggande (hos centralbank, banker och övriga) statsskuld. Nya underskott i statens budget innebär ett

[1] Räntan på certifikat med längre löptid påverkas också av marknadens förväntningar om den framtida räntеutvecklingen.

nytillflöde av statspapper, som antingen kan monetiseras, dvs. köpas av centralbanken, eller säljas till allmänheten (inklusive banker och försäkringsbolag). Det sätt på vilket myndigheterna väljer att finansiera ett underskott – t. ex. exakta tidpunkter för emissioner, lånens löptid och hur stor andel av lånen som säljs till andra än riksbanken – innebär i sig beslut som har samma effekt som öppna marknadsoperationer på en given statsskuld. Den väsentliga skillnaden är att man i det förra fallet är begränsad i sitt agerande till den totala nyemissionen av statspapper som skall ske vid det tillfället. Detta kan dock te sig som ett mindre problem vid dagens stora svenska budgetunderskott.

Budgetunderskotten har under senare år gjort att likviditeten i banksystemet kontinuerligt späds på i ganska snabb takt. Eftersom bankerna av olika anledningar inte kan eller vill låta denna likviditetsökning ge upphov till en motsvarande utlåningsökning, stannar pengarna på den korta marknaden varvid räntorna faller. När sedan nya statslån emitteras och bankerna köper av dessa, minskas åter likviditeten och räntorna stiger. Statslånens förläggning i tiden får således stor betydelse för utvecklingen av de korta räntorna, speciellt dagslåneräntorna. Utvecklingen under sensommaren och hösten 1981 är bra exempel på hur detta kan fungera. Likviditeten i bankerna tilläts stiga mycket högt utan att något statslån utgavs, och penningmarknadsräntorna sjönk kraftigt. När sedan nya statslån kom köpte bankerna stora volymer och hamnade på straffupplåning i riksbanken. Dagslåneräntorna steg då snabbt mot straffnivån.

Emissionerna av skattkammarväxlar riktas normalt i huvudsak till riksbanken. Det är naturligtvis möjligt att erbjuda så hög ränta på nya skattkammarväxlar att de blir attraktiva som placeringsobjekt på marknaden. Detta har hänt några gånger på senare år bl. a. i början av 1981 när den effektiva räntan på nya skattkammarväxlar höjdes till omkring 17 procent och gjorde dem till attraktiva alternativ till bankcertifikat (i själva verket tvingades räntorna på bankcertifikat direkt upp till denna nivå ifrån en betydligt lägre). Man kan på så sätt använda skattkammarväxlar för att snabbt tvinga upp de korta räntorna. Detta fungerar emellertid inte i motsatt riktning, eftersom skattkammarväxlar då blir ointressanta som placeringar, vilket varit den normala situationen. I princip har statsskuldväxlarna använts på samma sätt under sommaren 1982.

De ovan diskuterade styrmedlen ger riksbanken möjlighet att påverka ränteläget. De ger dem emellertid knappast möjlighet till kontinuerliga finjusteringar, något som kan vara viktigt för att på ett tidigt stadium motverka kapitalrörelser vilka annars kan ge upphov till spekulationer om växelkursförändringar. Åtgärder som ändrade kassakrav eller straffräntesatser kan inte göras dagligen eller ens veckovis. Inte heller emissionsräntan på skattkammarväxlar har i praktiken justerats särskilt ofta och samma sak gäller räntorna på de långa statslånen. Ändringarna måste alltid ske stegvis vilket kan vara klumpigt och dessutom har nackdelen att ge stor publicitet.

En förutsättning för att riksbanken skall kunna kontinuerligt styra de korta inhemska räntorna är att det finns en väl fungerande andrahandsmarknad för statspapper på vilka regelbundna öppna marknadsoperationer kan utföras. Som påpekats i kapitel 2 har egentliga öppna marknadsoperationer knappast

genomförts i Sverige sedan 50-talet. Ett skäl, som framförts bl. a. från riksbanken, har varit att det inte funnits någon fungerande andrahandsmarknad att verka på. Fram till slutet av 70-talet var den svenska penningmarknaden mycket litet utvecklad. Under de senare åren har emellertid situationen väsentligt förändrats. Framförallt framväxten av bankcertifikatsmarknaden har betytt mycket för att skapa nya förutsättningar för en fungerande penningmarknad i Sverige. I Lars Nybergs expertrapport till utredningen ges en detaljerad beskrivning av hur denna marknad växt fram efter en lagändring på nyåret 1980. I inledningsskedet uppstod problem bl. a. därför att det i stort sett saknades erfarenheter av hur en effektiv penningmarknad fungerar. Svårigheterna har varit speciellt stora när det gällt att etablera en fungerande andrahandsmarknad, något som är nödvändigt för att garantera certifikatens likviditet. Även om åtskilliga problem fortfarande finns, kan det i dag dock sägas att en hyggligt fungerande andrahandsmarknad existerar med bankerna som huvudsakliga aktörer.

Det intressanta är att vitaliseringen av den svenska penningmarknaden genom framför allt införandet av bankcertifikaten har skapat nya förutsättningar för riksbanken att bedriva öppna marknadsoperationer. Dessa har också uppmärksammats av riksbanken i samband med införandet av statsskuldväxlarna vid halvårsskiftet 1982. Enkelt uttryckt är dessa korta statspapper med en löptid på upp till 12 månader, som riktar sig till stora placerare på marknaden utanför bankerna. Syftet tycks också från riksbankens sida vara att skapa en andrahandsmarknad för att garantera växlarnas likviditet. Det finns ingen anledning att här gå in på de problem vad gäller upprättandet av en andrahandsmarknad för statsskuldväxlar som riksbanken inledningsvis stött på. Vi skall i stället konkret diskutera förutsättningarna för en fungerande andrahandsmarknad. För att göra detta kan det först vara lämpligt med en utvikning om vad en effektivt fungerande andrahandsmarknad för finansiella tillgångar rent allmänt innebär.

Man kan tala om två olika typer av marknader, kundmarknac er (customer markets) och auktionsmarknader (auction markets). Den förra typen av marknad är nog den vanligast förekommande. Här sätts priset av säljaren/producenten utifrån en bedömning av normal kostnad och rimlig vinst. Priset följer inte med varje förändring på marknaden. Efterfrågeförändringar som av säljaren uppfattas som tillfälliga möts inte med prisändringar, utan t. ex. med lagerändringar. Alltför stora prisvariationer kan verka störande på det förhållande som upprättats mellan säljare och kunder. Banklånemarknaden fungerar normalt på detta sätt.

Om kundmarknaden är den vanligast förekommande i verkligheten, svarar auktionsmarknaden bättre mot den bild av en väl fungerande marknad som skisseras i läroböckerna. På en sådan marknad varierar priset kontinuerligt med utbuds- och efterfrågeförhållandena så att marknaden bringas i jämvikt. Inga speciella kundförhållanden gäller mellan köpare och säljare utan marknaden är anonym. Den mest renodlade marknaden av detta slag är en marknad med auktionsutropare. Ett sådant arrangemang är emellertid för dyrbart och för klumpigt för att hålla en marknad öppen mer än sporadiskt. På en av de marknader som ofta nämns som exempel på en faktiskt fungerande auktionsmarknad, nämligen aktiebörsen, spelar s. k.

"brokers" en viktig roll. De är specialister på att länka ihop köp- och säljanbud. De ägnar sig emellertid normalt inte åt att handla i egen portfölj utan är endast förmedlare åt de verkliga köparna och säljarna. En tunn marknad där avståndet mellan köparnas och säljarnas bud är stort kan lätt leda till att inga avtal åstadkoms under den tid marknaden är öppen. För att garantera att det alltid finns en köp- och en säljkurs som det verkligen kan handlas till kan en annan specialistfunktion bli aktuell, nämligen den som utförs av s. k. "dealers". Dessa handlar till skillnad från "brokers" i egen portfölj och skaffar sig ett handelslager som är tillräckligt för att kunna gå in och ställa kurser, till vilka man under en viss tid erbjuder sig att köpa respektive sälja. Ju effektivare denna verksamhet fungerar desto mindre behöver skillnaden mellan köp- och säljkurs – "spreaden" – bli, eller med andra ord desto likvidare är den tillgång man handlar med.

Mot bakgrund av dessa allmänna resonemang om hur en andrahandsmarknad för finansiella tillgångar skall vara uppbyggd för att fungera effektivt, kan vi skissera ett system för en statsskuldväxelmarknad, som bl. a. skall göra det möjligt för riksbanken att regelbundet genomföra öppna marknadsoperationer. Systemet bygger på en väl preciserad rollfördelning mellan riksgäldskontoret, bankerna och riksbanken. Riksgäldskontoret emitterar regelbundet nya statsskuldväxlar. Bankerna köper dessa och säljer dem vidare till placerarna samt ser till att upprätthålla en andrahandsmarknad. Riksbanken köper och säljer statsskuldväxlar på andrahandsmarknaden och kan därmed styra ränteläget (eller likviditeten i banksystemet) i önskad riktning. I detalj kan det tänkas gå till enligt följande.

Riksgäldskontorets uppgift är att regelbundet och i lämpliga belopp förse marknaden med nya växlar. Detta sker genom att riksgäldskontoret t. ex. varje vecka säljer statsskuldväxlar till bankerna. Försäljningen kan tänkas ske genom anbudsförfarande s. k. tender. Detta kan t. ex. innebära att riksgäldskontoret (i samarbete med riksbanken) anger den lägsta kurs (högsta ränta) till vilken man är villig att utbjuda växlar. Dessutom kan den planerade emissionsvolymen offentliggöras. Sedan får bankerna lämna bud på den volym de vill köpa och den kurs de vill betala. Statsskuldväxlarna fördelas slutligen till högstbjudande. Efter avslutad "tender" meddelar riksgäldskontoret hur mycket som sålts och till vilken medelränta.

Bankerna har två uppgifter i systemet, dels att sälja statsskuldväxlarna vidare till placerarna, dels att se till att upprätthålla en andrahandsmarknad. De utnyttjar sitt kontorsnät för att sälja statsskuldväxlarna till sina kunder. De skall vidare åta sig att dagligen upprätthålla en marknad i statsskuldväxlar. Det bör ske genom offentligt noterade räntesatser ungefär som sker på bankcertifikatsmarknaden. För att upprätthålla andrahandsmarknaden måste bankerna ta egna positioner i växlarna, dvs. fungera som "dealers".

Riksbanken slutligen, får med detta system ett effektivt medel, med vilket man kan styra ränteläget på den svenska penningmarknaden. Detta åstadkommer man genom att köpa eller sälja växlar på andrahandsmarknaden. Om t. ex. riksbanken köper statsskuldväxlar leder detta till en ökad tillgång på pengar i banksystemet och därmed till en fallande räntenivå på hela den korta penningmarknaden. Försäljning av växlar får motsatt effekt, dvs. det leder till en indragning av likviditet och därmed en stigande räntenivå.

På detta sätt bör riksbanken kunna skaffa sig ett värdefullt komplement till de stegvisa förändringarna i kassakrav och straffränta. Riksbanken kan intervenera i marknaden dagligen och därmed påverka ränteutvecklingen på ett mycket mer aktivt och framför allt mer flexibelt sätt än som i dag är möjligt. Ganska små interventioner skulle sannolikt behövas eftersom bankerna normalt skulle vara lyhörda för riksbankens agerande och snabbt anpassa sig. Rent praktiskt kan interventionstekniken tänkas vara ungefär densamma som riksbanken med framgång använder på valutamarknaden.

Sammanfattningsvis kan sägas att det ovan skisserade systemet för öppna marknadsoperationer i Sverige troligen kan införas med ganska kort varsel. Med statsskuldväxlarna har redan lanserats ett instrument som bör vara lämpat för dylika marknadsoperationer. Genom bl. a. framväxten av bankcertifikatsmarknaden har under senare år den svenska penningmarknaden i grund förändrats och det marknadskunnande som behövs för att upprätthålla en andrahandsmarknad finns i tillräcklig utsträckning i dag. Genom att marknaden för statsskuldväxlar blir nära relaterad till bankcertifikatsmarknaden, som i sin tur visat sig mycket känslig för ränteutvecklingen på de korta internationella marknaderna, skulle det vara möjligt för riksbanken att via öppna marknadsoperationer snabbt parera räntestörningar från utlandet. Med vårt exempel har vi velat visa att en sådan politik långt ifrån är något orealistiskt i dagens läge.

När ett system av ovan beskrivet slag väl har kommit igång torde det heller inte bereda några större svårigheter att utsträcka marknaden till obligationer med längre löptider, något som är angeläget mot bakgrund av problemen med finansieringen av de svenska budgetunderskotten som diskuteras i nästa kapitel.

Låt oss avslutningsvis kort behandla riksbankens möjligheter att styra penningmängden (eller kreditvolymen). Om man väljer att styra penningmängden innebär det att man i stort sett får acceptera den ränteutveckling som blir följden; utan regleringar kan man inte samtidigt sätta upp mål både för pris och kvantitet. De tillgängliga styrmedlen är emellertid desamma, t. ex. marknadsoperationer eller variationer i kassakravet. Låt oss betrakta det senare. Verkningarna av detta kommer att bero på upplåningskostnaden i riksbanken. Är denna mycket låg i förhållande till marknadsräntan kan en kassakravshöjning bli helt utan effekt; bankerna kommer att möta den med att öka upplåningen i motsvarande omfattning. Om å andra sidan diskonto eller straffränta sätts så högt att upplåning blir helt ointressant för bankerna får en kassakravsändring ett fullt genomslag på penningmängden. I praktiken kan man vilja låta upplåningskostnaden variera med hur mycket en bank lånar. I dag får bankerna betala diskonto upp till en gräns och straffränta därutöver. Detta system kan naturligtvis förfinas genom att låta räntan gradvis stiga med upplåningens omfattning.[1] Härigenom får man ett system där en kassakravshöjning delvis skulle leda till ett höjt ränteläge och delvis till en minskad penningmängd.

[1] Finlands Bank tillämpar ett system där räntan beror på omfattningen av riksbanksupplåningen.

5.7 Sammanfattning

I föregående kapitel fann vi att kvantitativa regleringar under vissa förutsättningar kan ha en åtminstone kortsiktig verkan på ett intermediärt mål som penningmängden. I kombination med ränteregleringar ger de också möjligheter att modifiera de inkomstomfördelande och allokeringsmässiga verkningarna av en kreditpolitisk åtstramning. Samtidigt har regleringar betydande nackdelar genom att minska prissystemets informationsinnehåll. Ett flitigt användande av regleringsinstrumenten kommer också att minska deras effektivitet.

Granskningen av de marknadskonforma medlens effekter i detta kapitel visar att dessa i princip ger riksbanken möjlighet till kontroll över centrala penningpolitiska indikatorer som penningmängden eller olika räntor. Vi har också konkret visat att detta kan uppnås med instrument som används redan i dag eller som kan fås att fungera med små institutionella förändringar. En sådan politik saknar regleringspolitikens svagheter. Genom att den tillåter, och i själva verket bygger på, att marknadsräntor bildas fritt bibehålls förutsättningar för ett effektivt decentraliserat beslutsfattande om investeringar och sparande. Vidare är möjligheterna att på längre sikt undergräva en marknadskonform penningpolitiks verkningsgrad mindre än för en reglerande politik.

En marknadskonform politik kan föras med starkt varierande inriktning. Ett relativt inflexibelt penningmängdsmål, som t. ex. förekommer i England och USA, kan leda till kraftiga räntesvängningar. En sådan politik är dock knappast förenlig med en politik med fasta eller styrda växelkurser av det slag som Sverige i dag följer. Här blir det istället nödvändigt att inrikta politiken på att hålla en sådan räntenivå att valutareserven kan försvaras. Detta kan åstadkommas på ett smidigt sätt med olika kombinationer av diskontopolitik, kassakrav och öppna marknadsoperationer. Mekanismerna härvidlag är i själva verket mer uppenbara än när det är fråga om penningmängden. Att framställningen i detta avsnitt ändå i så stor utsträckning handlat om möjligheterna att styra penningmängden beror bl. a. på möjligheten att illustrera analysen t. ex. med kontouppställningar, som inkluderar både styrmedel och målvariabler. För styrning av räntor respektive av en penningmängd gäller i lika mån de begränsningar i form av utlandsberoendet som vi framhållit i olika sammanhang.

Appendix Penningmängdens komponenter

Den enkla modell för bestämning av penningutbudet som presenterats i avsnitt 5.2 fokuserar på de grundläggande bestämningsfaktorerna. Det kan vara av värde att som en exkurs relatera denna till den komponentuppdelning över tillskotten till penningmängden som presenteras i riksbankens statistik (Kredit- och Valutaöversikt tab. 12). Denna används också som kalkylschema i bankernas likviditetsplanering. För första kvartalet 1982 visas där dessa siffror (mdr kr.).

Tillskott genom

Valutareservens förändring	–0,6
Statens upplåning i utlandet	–5,1
Statens utgiftsöverskott	16,1
Statens upplåning utanför bankerna	–9,0
Övriga riksbankstransaktioner	–2,2
Bankerna: Utlåning	7,4
Förvärv av bostadsobligationer	3,0
Diverse	–2,7
Förändring av penningmängden	6,9

Denna uppställning kan göras om med hjälp av stiliserade balansräkningar, där samtliga siffror anger förändringen i motsvarande post. De poster som då behöver införas (men senare faller bort) betecknas med x och y och avser statens upplåning i bankerna respektive allmänhetens sedelmängd.

Vi börjar med riksbanken

Riksbanken

Tillgångar		Skulder	
Valutareserv	–0,6	Allmänhetens sedelinnehav	y
Statspapper	2,0–x	Bankernas reserver[a]	–0,8–x–y
Övriga transaktioner	–2,2		
	–0,8–x		–0,8–x

[a] Sedelinnehav + nettobehållning i riksbanken

Posterna på skuldsidan anger förändringar i den monetära basen såsom den definierades på sid. 112. Monetära basens förändring kan därför sägas bestämmas av summan av posterna på tillgångssidan. Här har vi valutareservens förändring direkt angiven. Däremot kan vi inte få ut en siffra för riksbankens förvärv av statspapper. Vi känner statens utgiftsöverskott samt hur stora belopp av detta som finansierades utomlands och hos allmänheten utanför bankerna. Återstoden (16,1–5,1–9,0 = 2,0) måste då ha finansierats genom lån antingen hos riksbanken eller hos bankerna. Om vi betecknar den senare posten med x blir riksbankens förvärv av statspapper 2,0–x. Dessutom har balansräkningen påverkats av övriga transaktioner, bl. a. riksbankens överskott, vilka här samtliga lagts in på tillgångssidan. Summerar vi tillgångsposterna får vi nu förändringen i den monetära basen till –0,8–x. På skuldsidan har vi delat upp denna i förändringen i allmänhetens sedelinnehav y och förändringen i bankernas reserver –0,8–x–y.

Vi kan nu gå över till att titta på bankernas balansräkning.

Bankerna

Reserver	–0,8–x–y	Inlåning	6,9–y
Statspapper	x		
Bostadsobligationer	3,0		
Utlåning	7,4		
Diverse	–2,7		
	6,9–y		6,9–y

Förändringen i deras reservinnehav kan vi föra in från riksbankens balansräkning, och statspappersförvärven har vi tidigare betecknat med x. Övriga poster på tillgångssidan – bostadsobligationer, utlåning och diverse – har vi siffror på från riksbankens tabell. Genom att summera alla förändringar på tillgångssidan[1] får vi motsvarande förändring på skuldsidan till 6,9–y. Detta är inlåningsökningen i banksystemet.

Eftersom penningmängden är summan av bankinlåningen och allmänhetens sedelinnehav är dess ökning 6,9–y+y = 6,9. Från de poster som riksbankens tabell innehåller är det tyvärr omöjligt att utläsa hur denna penningmängdsökning fördelar sig på ändring av den monetära basen och ändring av kreditmultiplikatorn.

[1] Detta är något oegentligt uttryckt, eftersom posten diverse innehåller både debet- och kreditposter.

6 Förutsättningar för en marknadskonform politik idag

Föregående kapitel har behandlat två uppläggningar av kreditpolitiken, en reglerande och en marknadskonform. Syftet har framför allt varit att belysa effekterna av två principiellt olika sätt att varaktigt bedriva kreditpolitik. Vi har däremot inte gått närmare in på de för- och nackdelar olika uppläggningar av politiken kan ha i det specifika läge som råder i den svenska ekonomin i dag. I debatten har ibland gjorts gällande att även om det i princip skulle vara önskvärt att arbeta med marknadskonforma medel, skulle en snabb minskning av de reglerande inslagen i politiken vara särskilt svår att genomföra i dag. Man har därvid särskilt tagit fasta på två förhållanden. För det första har det hävdats att de stora budgetunderskotten skulle göra en fri räntesättning olämplig genom att öka räntekostnaderna för statsskulden samt verka hämmande på näringslivets investeringar. För det andra skulle det nuvarande skattesystemet gynna hushållens kreditefterfrågan. Hushållen skulle "tåla" högre ränta och därmed, vid en fri räntebildning, tränga undan näringslivet från kreditmarknaden. Detta kapitel syftar till att belysa dessa båda frågekomplex. I detta perspektiv behandlas avslutningsvis risken för att man de närmaste åren kommer att hamna i en situation, där det kan visa sig lämpligt att temporärt ta till de reglerande medlen.

6.1 Budgetunderskottens finansiering

Ett underskott i statens (eller hela den offentliga sektorns) budget innebär att staten ställer större anspråk på resurser än vad den får in genom skatter och avgifter.[1] I en ekonomi med stora mängder outnyttjade resurser, dvs. hög arbetslöshet och lågt kapacitetsutnyttjande, behöver detta inte skapa problem. Tvärtom kan en ökning av den offentliga efterfrågan bidra till att snabbare öka resursutnyttjandet i ekonomin. Den process genom vilken detta sker är den keynesianska politikens paradnummer, den s. k. multiplikatorprocessen. Underskott i den statliga budgeten blir här ett naturligt och regelbundet återkommande inslag i en kontracyklisk politik; underskott under lågkonjunkturperioder följs av överskott i tider av högkonjunktur.

Det är fullt klart att dagens underskott i den svenska statsbudgeten inte i sin helhet kan förklaras med resonemang av detta slag. Det är visserligen sant att en plötslig högkonjunktur skulle minska underskotten genom ökade skatteintäkter och minskade krav på stödverksamhet. Men det kan knappast röra sig om annat än en mindre del av det totala underskottet. I stort sett alla

[1] Skatter och avgifter bör här uppfattas netto, dvs. exklusive transfereringar.

bedömare är därför ense om att budgetunderskotten är tecken på grundläggande strukturella obalanser i ekonomin. Vissa debattörer har också ifrågasatt om inte det totala skattetryck som skulle behövas för att finansiera offentliga utgifter motsvarande 60–65 procent av BNP är för högt för att i längden kunna tålas av en fungerande marknadsekonomi. Även om enigheten om behovet av uppbromsning av den offentliga sektorns verksamhet i förhållande till BNP i princip är stor, är det uppenbart att bromssträckan av olika skäl är ganska lång. En närmare granskning av långtidsbudgetens och långtidsutredningens bedömningar av budgetutfallet till mitten och slutet av 1980-talet visar på kvarstående stora underskott även under antaganden om offentliga sparprogram och ett högt kapacitetsutnyttjande i ekonomin.

Underskotten i den svenska statsbudgeten är således till stor del tecken på en situation där det offentliga, även i ett läge som karaktäriseras av full sysselsättning och fullt kapacitetsutnyttjande, vill göra anspråk på mer resurser än vad som tas in i form av skatter. Den delen av budgetunderskottet kan inte tänkas finansieras genom mobilisering av lediga resurser, utan de ytterligare resurser som behövs för den offentliga verksamheten måste tas från något annat håll. Detta kan ske antingen genom undanträngning av andra sektorers efterfrågan eller genom lån från utlandet.

Följande enkla nationalräkenskapssamband, vilket gäller som ren bokföringsidentitet, kan tas som utgångspunkt för en diskussion av problemet:

Offentliga utgifter – offentliga inkomster = privat
sparande – privata investeringar + import – export

Vänsterledet är budgetunderskottet, eller mer precist uttryckt den offentliga sektorns (negativa) finansiella sparande. När budgetunderskottet är positivt förbrukas mer resurser inom den offentliga sektorn än vad som motsvaras av den köpkraft som dras undan från allmänheten genom skatter och avgifter. En sådan situation kan upprätthållas på i princip två sätt. För det första kan den offentliga sektorn låna (netto) från den privata delen av ekonomin. Det innebär att det privata sparandet är större än de privata investeringarna, dvs. att summan av de första två termerna i högerledet är positiv. För det andra kan resurser tillföras från utlandet, vilket då måste motsvaras av en utländsk upplåning. Detta uttrycks av att bytesbalansens saldo är negativt, dvs. att importen överstiger exporten.

Vid full sysselsättning är således, för ett givet bytesbalansunderskott, den totala undanträngningen av inhemsk efterfrågan till följd av ett budgetunderskott bestämd. Detta gäller oberoende av hur den i praktiken kommer till stånd, om det sker genom regleringar eller via prissystemet. Vilka inhemska sektorer som i första hand påverkas kan dock självfallet tänkas bero på genom vilka mekanismer undanträngningen sker. Detta diskuteras närmare i avsnitt 6.1.2. Dessförinnan ska vi diskutera den fundamentala frågan huruvida den svenska ekonomin under de närmaste åren kan förutses befinna sig i en situation där den offentliga sektorn via budgetunderskottet kommer att tränga undan resurser i större utsträckning. Denna fråga behandlas, mot bakgrund av 1982 års långtidsutrednings kalkyler, i avsnitt 6.1.1.

6.1.1 Undanträngningsproblemen fram till 1985

Det ovan presenterade nationalräkenskapssambandet säger att de inhemska sektorernas *realiserade* finansiella sparande måste summera till bytesbalansens saldo. Däremot finns det inget som säger att de olika sektorernas *planer* skulle vara konsistenta i denna bemärkelse. I en ekonomi med full sysselsättning[1] kan man allmänt se pris- och räntevariationer som mekanismer som bidrar till en sådan konsistens. I avsnitt 3.1 pekade vi på samordningen av sparande- och investeringsbeslut som en av de grundläggande funktioner som fungerande kreditmarknader fullgör. Om planerade investeringar vid rådande priser och räntor är större än planerat sparande brukar man tala om ett inflationsgap som kan väntas leda till ett tryck uppåt på räntor och andra priser.[2]

Den mycket snabba förändringen av de olika sektorernas finansiella sparande som skett illustreras av diagram 6.1, som visar hur den konsoliderade offentliga sektorn på några år har gått från ett betydande finansiellt sparande till ett negativt saldo på ca 5 procent av BNP 1981. Detta underskott måste täckas genom lån från den inhemska privata sektorn eller utlandet. 1981 hade den privata sektorn ett sparandeöverskott på ca 2 procent av BNP, medan bytesbalansunderskottet och därmed utlandsupplåningen var närmare 3 procent av BNP. I diagrammet är också inlagt två av de alternativa

[1] Resonemangen i detta avsnitt förs med förutsättande av full sysselsättning. Detta innebär inget ställningstagande till om detta är en realistisk prognos eller ej. Ett hänsynstagande till möjligheten att mobilisera lediga resurser skulle emellertid göra undanträngningsproblemen mindre. En viss del av budgetunderskottet skulle då automatiskt elimineras när produktionen ökade.

[2] Huruvida det i första hand är räntor eller andra priser som påverkas kan man inte uttala sig om a priori. Detta beror bl. a. på hur budgetunderskottet finansieras. En viss diskussion om detta förs i avsnitt 6.1.2.

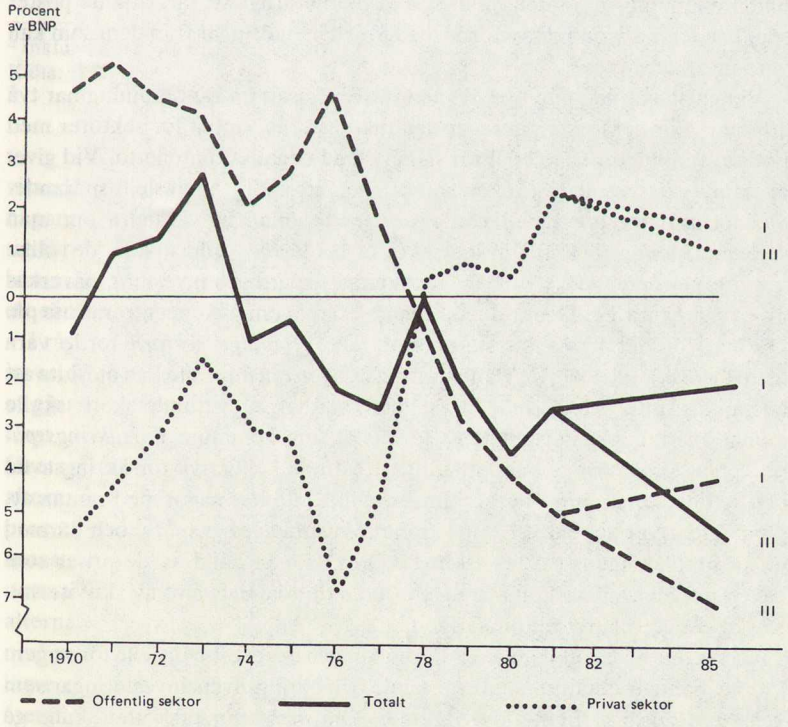


Diagram 6.1 Finansiellt sparande i privat och offentlig sektor 1970–1981 samt prognos för 1985
Procent av BNP

Anm.: Bostadssektorn ingår i den privata och AP-fonden i den offentliga sektorn.
Källa: Nationalräkenskaperna samt SOU 1982:14.

kalkyler som presenteras i avstämningen av 1980 års långtidsutredning. Båda alternativen förutsätter full sysselsättning år 1985. Även enligt utredningens mest optimistiska alternativ (I) kommer den konsoliderade offentliga sektorn då att fortfarande ha ett betydande sparandeunderskott. Enligt alternativ III, som karaktäriseras av att full sysselsättning uppnås genom fortsatt tillväxt av den offentliga sektorn, kommer den offentliga sektorns upplåningsbehov att vara så högt som 7 procent av BNP. Vi har valt att knyta den fortsatta diskussionen till detta alternativ, eftersom det är här som finansieringsproblemet blir mest uttalat.

Långtidsutredningens prognoser är definitionsmässigt konsistenta; de inhemska sektorernas finansiella sparande summerar till bytesbalansunderskottet. Utredningen arbetar med antaganden om pris-, löne-, ränte- och vinstutvecklingen som ska göra de olika delposterna sannolika som prognoser över de olika aktörernas *planerade* sparande och investeringar. Enligt LU III är den allmänna inflationstakten 11 procent och räntan på statsobligationer 13 procent. Detta innebär att man gjort bedömningen att utrymme för den offentliga sektorn kan skapas vid en räntenivå och en inflationstakt som ligger nära de senaste årens.

Av naturliga skäl är en bedömning av den nödvändiga pris- och ränteutvecklingen svår att göra. Utvecklingen utomlands kan bli en annan än den av LU skisserade, och särskilda faktorer kan påverka den svenska räntebildningen. Det kan därför finnas skäl att något granska de olika delposterna i LU:s kalkyl (tabell 6.1). Med den fråga vi behandlar – risken för undanträngning via räntehöjningar – är det naturligt att särskilja de poster som kan väntas vara relativt okänsliga för ränteändringar från dem som kan vara mer känsliga.

Vid en sådan bedömning bör man observera att en räntehöjning har två effekter. För det första påverkar den inkomsterna, uppåt för sektorer med positivt räntenetto och nedåt för sådana med negativt räntenetto. Vid givet agerande i övrigt medför inkomständringen ett ändrat finansiellt sparande. Sådana effekter bör emellertid i stort sett jämna ut varandra om man summerar över alla inhemska sektorer.[1] För det andra kan de olika sektorernas beteende, dvs. benägenheten att spara och investera, påverkas av en ränteändring. Det är denna senare effekt som vi koncentrerar oss på. Då kan för det första konstateras att *den offentliga sektorn* torde vara förhållandevis okänslig för ränteändringar, även om man inte kan utesluta att en sänkt ränta, och därmed bl. a. lägre statligt budgetunderskott, skulle kunna öka utgiftsbenägenheten i såväl stat som kommun. *Försäkringssparandet* bestäms i första hand av tidigare fattade kollektiva försäkringsavtal och av den demografiska utvecklingen, vilka inte har något med räntan att göra. Vidare är det naturligt att uppfatta *bytesbalansens saldo,* och därmed utlandsupplåningens storlek, som bestämt i första hand av de priser som påverkar den svenska konkurrenskraften mot utlandet samt av aktivitetsnivån i Sverige relativt till omvärlden.

De sektorer som återstår är då hushållen och de icke-finansiella företagen. I första hand är det hushållens sparande och näringslivets investeringar som kan vara känsliga för räntevariationer. Om budgetunderskottet skulle ge upphov till ett räntetryck är det troligen i första hand här som undanträngningen kommer att ske. De empiriska studier som genomförts i Sverige ger

[1] Det skulle förhålla sig annorlunda om den svenska nettoskuldsättningen mot utlandet vore stor i förhållande till totala skulder och fordringar. Som framgår av tabell 3.1 är detta ännu inte fallet, även om nettoskulden ökar med underskotten i bytesbalansen.

Tabell 6.1 Bruttosparande, investeringar samt finansiellt sparande 1970–1985.
Procent av BNP, löpande priser.

	1970 –74	1975 –78	1979	1980	1981	1985	
						I	III
Stat, kommun och bostäder							
Bruttosparande	7,6	4,0	0,6	–0,4	–1,3	0,2	–3,2
Bruttoinvesteringar	11,3	9,1	9,8	9,3	8,8	7,4	8,9
Finansiellt sparande	–3,6	–5,1	–9,2	–9,8	–10,1	–7,1	–12,1
Försäkrings- och finanssektorn[a]							
Bruttosparande	6,5	7,3	7,8	7,3	7,9	7,5	7,7
Bruttoinvesteringar	0,3	0,4	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1
Finansiellt sparande	6,2	7,0	7,4	7,0	7,8	7,4	7,6
Hushållen							
Bruttosparande	3,1	3,0	2,7	4,1	3,7	2,8	3,0
Bruttoinvesteringar	1,6	1,9	1,7	1,8	1,6	1,8	1,6
Finansiellt sparande	1,4	1,2	1,0	2,3	2,0	1,0	1,3
Icke-finansiella företag							
Bruttosparande	6,7	5,3	6,9	6,9	6,0	7,7	7,1
Bruttoinvesteringar	10,1	9,8	8,3	10,0	8,2	10,9	9,3
Finansiellt sparande	–3,3	–4,5	–1,4	–2,1	–3,2	–3,2	–2,2
Hela ekonomin							
Bruttosparande	23,9	19,6	17,9	17,8	16,2	18,2	14,6
Bruttoinvesteringar	23,3	21,1	20,1	21,4	18,7	20,1	20,0
Finansiellt sparande (=bytesbalansöverskott)	0,6	–1,5	–2,2	–3,6	–2,5	–2,0	–5,4

[a] Inklusive AP-fonden.
Källa: SOU 1982:14, tabell 6.1.

visserligen knappast någon entydig bild av stark räntekänslighet för någondera av dessa poster.[1] Själva grunden för att man i debatten har oroat sig för effekterna av starka räntehöjningar är emellertid tron att de verkar hämmande på näringslivets investeringar. Vi kommer därför att utgå ifrån att ett ränteberoende finns åtminstone för dessa.

Frågan är alltså om de prognoser för hushållens sparande och företagens investeringar som långtidsutredningen har gjort ter sig rimliga mot bakgrund av gjorda ränteantaganden, eller om vi tror att de skulle komma att realiseras först vid avsevärt högre räntenivåer (dvs. om hushållens konsumtion och företagens investeringar skulle ha underskattats). Av tabellen framgår att alternativ III ger utrymme för *investeringar i icke-finansiella företag* på 9,3 procent av BNP. Denna siffra ligger i paritet med vad som uppnåtts de senaste åren, men något i underkant på de investeringskvoter som var normala under 1970-talet. En så låg nivå ter sig dock förenlig med att detta alternativ bygger på en ganska låg lönsamhet i näringslivet, ungefär samma nivå som 1979–80. Vad gäller *hushållens* finansiella sparande förutsätts en lägre nivå än de senaste åren, vilket innebär att hushållssparandet skulle återgå till vad som var normalt under större delen av 1970-talet, ett finansiellt sparande på drygt en procent av BNP. Mot bakgrund av att den förestående skattereformen bör ha effekten att minska hushållens efterfrågan på lån är

[1] Se Palmer E. E., Determinants of Personal Consumption, Konjunkturinstitutet 1981, beträffande hushållssparandet och Bergström, V., Studies in Swedish Post-War Industrial Investments, doktorsavhandling, Uppsala universitet 1980, om industriinvesteringarna.

det svårt att uppfatta antagandet om hushållens sparande som tilltaget i överkant.

Sammantaget innebär detta att långtidsutredningens alternativ III inte ter sig uppenbart inkonsistent med dess antaganden om en inflationstakt och räntenivå som ligger nära dagens siffror. Den nödvändiga undanträngningen av andra sektorer som budgetunderskotten för med sig skulle enligt utredningens kalkyler kunna åstadkommas utan någon dramatisk ränteutveckling. Vi har kommit till den slutsatsen genom att jämföra långtidsutredningens prognoser med vad som ter sig normalt mot bakgrund av 1970-talets erfarenheter. Detta tillvägagångssätt kan naturligtvis ifrågasättas eftersom kreditefterfrågan har varit ransonerad på olika sätt under långa perioder. Framför allt kan man vänta sig att siffrorna för hushållens finansiella sparande för delar av 1970-talet har varit högre än vad som skulle ha varit fallet med samma räntenivå men i avsaknad av regleringar.

Det bör framhållas att kalkylen "räddas" av den stora utlandsupplåningen som är en oundviklig följd av underskottet i bytesbalansen. Undanträngningsproblemet skulle kunna bli väsentligt allvarligare om detta, t. ex. till följd av en internationell högkonjunktur, snabbt skulle nedbringas. I ett sådant fall skulle ekonomin hamna i ett läge med överefterfrågan på resurser och till följd härav en press uppåt på räntor och andra priser. Delvis skulle dock det minskade bytesbalansunderskottets effekt på vår kalkyl i ett sådant fall motvägas av ett minskat budgetunderskott till följd av inkomstökningen i ekonomin.

Vi har ovan sökt att ge en översiktlig bild av undanträngningsproblemets storleksordning. Slutsatsen är, utgående från LU:s kalkyler, att problemet skulle vara förhållandevis litet. Den bild av relativ harmoni som framställningen kan ha förmedlat är emellertid bräcklig av två skäl. För det första kan avvikelser från prognoserna i positiv riktning för investeringar och bytesbalans eller i negativ riktning för budgetsaldot leda till andra slutsatser. Frågan är då genom vilka mekanismer undanträngningen i så fall skulle verka och hur uppläggningen av statsskuldspolitiken skulle kunna påverka de sätt varigenom olika inhemska sektorer drabbas. För det andra kan det, även om sektorernas finansiella sparplaner totalt ter sig konsistenta med varandra, uppstå problem som skapas av finansieringen. Anledningen till detta är att placerarna i marknaden kan ha önskemål om t. ex. placeringarnas likviditet som avviker från låntagarnas. För att jämka ihop de båda parterna kan betydande ränteändringar bli nödvändiga. Vi ska i nästa avsnitt ta upp några principiella aspekter på detta problem.

6.1.2 Undanträngningsmekanismer

Undanträngningen av de resurser som måste föras över från den privata sektorn till den offentliga kan ske på i princip två sätt, vilka hänger nära samman med de två grundläggande formerna för finansiering av statliga budgetunderskott. Om underskottet täcks genom *upplåning i centralbanken*, eller med andra mera målande ord finansieras med sedelpressarna, kommer det direkt att ge upphov till en motsvarande ökning av den monetära basen och därmed av penningmängden. Förutsatt att allmänheten inte vill öka sin kassahållning i takt med ökningen i penningmängden, vilket är tämligen

osannolikt, kommer den ökade mängden betalningsmedel att få effekter på andra marknader. En reaktion är att allmänheten vill köpa mer varor och tjänster. Denna ökade privata efterfrågan kan emellertid inte mötas av ett motsvarande utbud, om alla resurser i ekonomin är fullt utnyttjade och de resurser som svarar mot ökningen i penningmängden nu disponeras av den offentliga sektorn. Delvis kommer efterfrågan att rikta sig mot utlandet och leda till ett underskott i bytesbalansen. Härutöver kan resultatet endast bli allmänna prishöjningar, inflation. Denna kan sägas fungera som en skatt, som drar in köpkraft bl. a. från de betalningsmedel som skapats för att finansiera underskottet. Undanträngningen åstadkommes alltså genom att inflationen urholkar penningvärdet. En annan tänkbar reaktion på ökningen av mängden pengar, dvs. höglikvida tillgångar, i förhållande till andra tillgångar, är att allmänheten försöker köpa mindre likvida, mera högavkastande tillgångar för att få en önskad balans mellan olika placeringar. Detta kommer att leda till en allmän nedpressning av räntorna, vilket i sin tur kan tänkas stimulera investeringsefterfrågan. Räntesänkningarna kan å andra sidan leda till valutautflöde som kan motverka en del av penningmängdsökningen.

Som vi sett kommer en undanträngning via inflation inte att speciellt drabba de privata inversteringarna. Inflationen i sig uppfattas emellertid självklart som något ont och en höjning av inflationstakten över en viss nivå kan av olika skäl vara oacceptabel. För en liten öppen ekonomi med fasta växelkurser är den på lite sikt given av inflationen i omvärlden. Det kan därför vara rimligt att, som man också i princip gjort i långtidsutredningen, utgå från en viss acceptabel inflationstakt och ifrån denna räkna sig fram till hur stor del av budgetunderskottet som kan finansieras genom upplåning i riksbanken.

I en ekonomi med fasta växelkurser kommer en finansiering av budgetunderskotten genom upplåning i utlandet i sig att verka på exakt samma sätt som finansiering i centralbanken. Den statliga upplåningen ökar i motsvarande grad valutareserven och påverkar därmed centralbankens totala tillgångar och den monetära basen på samma sätt som en försäljning av statspapper till centralbanken.

Den andra principiella metoden för undanträngning är finansiering genom *upplåning på den inhemska marknaden* från banker, försäkringsbolag, företag och hushåll.[1] Det är givet att staten på en oreglerad kredit- och kapitalmarknad måste erbjuda sådana villkor att de nyemitterade statspappren framstår som lika attraktiva som andra näraliggande tillgångar. Detta sker i första hand genom att erbjuda tillräckligt hög ränta, varigenom det allmänna ränteläget kan komma att pressas uppåt. Detta kan få endera, eller en kombination, av två konsekvenser. Om de inhemska kreditmarknaderna är väl integrerade med omvärlden kommer utländsk valuta snabbt att flöda in. Effekten blir på detta sätt precis densamma som vid en direkt statlig upplåning i utlandet, och vi är tillbaka till fallet med undanträngning via penningmängdsökning och inflation. Den andra möjligheten är att, på grund av valutareglering eller av andra skäl, de inhemska räntorna verkligen kommer att stiga. Detta kan i så fall väntas leda till minskade investeringar. Vi ska inte här diskutera vilken av dessa två konsekvenser som kan väntas vara den dominerande i Sverige. Vi har behandlat valutaregleringens

[1] Som närmare diskuteras i avsnitt 4.1.3 är finansiering i banksystemet, åtminstone i en oreglerad situation, i stort sett likvärdigt med finansiering hos allmänheten.

effektivitet och hur väl integrerade de svenska kapitalmarknaderna är med omvärlden på annat ställe (se avsnitt 3.4). Frågeställningen i detta avsnitt är istället om de budgetunderskott som staten kommer att ha under de närmaste åren överhuvudtaget – vid en finansiering på den inhemska marknaden – kan väntas leda till ett *tryck* uppåt på ränteläget; om detta sedan verkligen realiseras eller bara för med sig ett valutainflöde lämnar vi därhän. Resonemangen kommer emellertid, för att undvika upprepade reservationer, att föras under förutsättningen att vi verkligen har en viss autonomi beträffande räntebildningen. Om så inte vore fallet skulle ju inte heller farhågorna för effekterna på investeringarna äga samma giltighet eftersom undanträngningen då, som vi sett, skulle ske genom inflation.

Slutsatsen att det allmänna ränteläget pressas upp vid en marknadsfinansiering av budgetunderskottet behöver emellertid nyanseras, alldeles bortsett från reservationer för möjligheten att hålla en från omvärlden avvikande räntenivå. Det torde visserligen i allmänhet vara sant att räntan på statspapper – åtminstone på sådana som utgör merparten av finansieringen – kommer att stiga. En hög ränta på nyemitterade statspapper behöver dock inte i sig vara ett problem – förutom att det ökar statens ränteutgifter, vilket kommer att ytterligare bidra till underskottens storlek i framtiden. Hur påverkas då ränteläget och räntestrukturen i allmänhet? Svaret är att det beror på vilka typer av statspapper som dominerar finansieringen av ett givet budgetunderskott. Om korta obligationer, skattkammarväxlar och statsskuldväxlar dominerar är det rimligt att tänka sig att de som köper dessa i första hand jämför med avkastningen på näraliggande alternativ, t. ex. bankcertifikat och liknande korta tillgångar. Genom att det totala utbudet av sådana tillgångar ökar torde avkastningen komma att stiga. Att räntan på korta tillgångar stiger behöver dock inte innebära att detsamma gäller för alla räntor. Man kan mycket väl tänka sig fall där avkastningen på långa obligationer skulle falla och samma sak kan komma att gälla för aktier. För effekten på industriinvesteringarna är det troligen just den långa räntan och aktiekursernas utveckling som är mest betydelsefulla. Det är därför fullt möjligt att en budgetfinansiering med övervägande korta statspapper skulle verka stimulerande på de privata investeringarna. Problemet i detta fall är att korta statspapper av allmänheten kan uppfattas som mycket nära substitut för pengar och att en sådan finansieringsform därför riskerar att bli inflationsdrivande. Undanträngningen koncentreras då till den privata konsumtionen.

Om däremot budgetunderskottet finansieras i huvudsak med långa statspapper ökar sannolikheten för att undanträngningen sker via de privata investeringarna. Långa statsobligationer torde på en fri marknad närmast konkurrera med t. ex. industriobligationer och aktier. För att dra till sig placerare måste staten erbjuda högre avkastning vilket leder till kurssänkningar på industriobligationer, aktier och övriga näraliggande placeringar. Detta ökar företagens kostnader för obligationsfinansiering och fördyrar nyemissioner av aktier, vilket torde leda till en dämpning av investeringsaktiviteten.

6.1.3 Den svenska statsskuldspolitiken

Den allmänna slutsatsen av det principiella resonemanget i föregående avsnitt är att centralbanken står inför två val. För det första har den ett val mellan att själv förvärva statspappren, vilket leder till inflation och/eller kapitalutflöde, och att låta dem säljas till allmänheten, vilket leder till att åtminstone vissa räntor stiger. För det andra måste den för den marknadsfinansierade delen avväga kort finansiering, som riskerar att bli inflationsdrivande, mot lång finansiering, som kan höja den långa räntan och tränga undan industrins investeringar. Hur riksbanken och riksgäldskontoret gjort denna avvägning i Sverige på senare år framgår av tabell 6.2.

Tabell 6.2 Den svenska statsskulden fördelad på olika värdepapper 1970–1982.[a]
Miljarder kronor.

	1970	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Skattkammarväxlar	9,8	13,8	10,6	11,1	16,4	26,5	34,0	33,2	38,1
Korta obligationer[b]	1,0	9,2	8,8	6,4	6,4	13,5	26,8	54,5	44,5
Långa obligationer[b]	17,4	35,3	41,7	47,7	69,2	79,0	86,1	111,7	131,9
Premieobligationer	3,7	8,2	10,2	11,9	14,0	17,6	21,2	21,5	22,3
Sparobligationer	4,3	6,8	8,9	11,7	14,0	18,1	19,2	16,9	17,2
Övriga svenska lån								6,1	8,3
Summa svenska lån	36,2	73,3	80,2	88,8	120,0	154,8	187,3	244,0	262,3
(varav riksbanken)	9,7	15,5	16,6	14,1	19,3	32,9	31,2	41,1	45,0
Utländska lån	0,0	0,2	0,2	9,2	11,2	20,3	42,3	51,6	59,0
Summa statsskuld	36,2	73,5	80,4	98,0	131,2	175,1	229,6	295,6	321,3

[a] Noteringen för 1982 avser 31.7. För övriga år avses 31.12.
[b] Korta obligationer är sådana med en ursprunglig löptid understigande 7 år.
Källa: SMK 1982:2.2, Riksgäldskontoret: Statistisk Årsbok samt ställningsrapporter, Sveriges riksbank: Årsbok samt Tillgångar och skulder.

Den del av den totala statsskulden som placerats i riksbanken har hållits något så när konstant i förhållande till BNP (5,7 procent 1970 och 7,9 procent 1981). Däremot har de belopp som placerats på marknaden vuxit snabbt i takt med de stigande budgetunderskotten (från 15,5 procent av BNP 1970 till 38,0 procent 1981). De enda riktigt korta statspappren, med en löptid på upp till ett år, har varit skattkammarväxlar, vilka till större delen placerats i riksbanken. Dessa utgör i dag 12 procent av statsskulden. Vid en internationell jämförelse framstår den andel som är placerad i papper med så kort löptid som liten; i USA och Storbritannien löper 47 resp. 31 procent av statsskulden på mindre än ett år.[1]

Av övriga statspapper har de till hushållen riktade spar- och premieobligationerna, vilka båda får betraktas som förhållandevis illikvida placeringar, upptagit en gradvis något fallande andel av den totala statsskulden sedan 70-talets mitt. Den större delen av statsskulden har under hela perioden bestått av vanliga obligationer. Den uppdelning som gjorts mellan korta och långa obligationer i tabell 6.2 är emellertid inte helt ändamålsenlig. Anledningen till detta är att den bygger på obligationernas ursprungliga löptid. Statsobligationer med lång löptid är emellertid numera försedda med särskilda räntejusteringsklausuler. Härigenom kommer räntan på obligatio-

[1] Sifforna avser juli 1981 resp. december 1979. Källor: Federal Reserve Bulletin, October 1981, resp. Financial Accounts of OECD Countries.

nen efter en viss tid (normalt fem år) att anpassas till då gällande nivå på den s. k. statslåneräntan. Det är därför tiden som återstår fram till nästa räntejusteringstidpunkt som är den relevanta för bedömningen av en viss obligations likviditet. Tabell 6.3 anger nyemitterade obligationer fördelade på räntebindningstider.

Tabell 6.3 Nyemitterade inhemska statliga obligationslån, miljarder kronor, 1977–1982 fördelade efter räntebindningstid.

Emissionsår	Räntebindningstid			Genomsnittlig räntebindningstid (år)
	10 år	5 år	Mindre än 5 år	
1977	5,4	1,7	–	8,8
1978	7,9	11,4	1,0	6,9
1979	0,2	14,8	8,3	4,3
1980	–	6,3	13,8	3,0
1981	–	31,2	25,6	4,1
1982[a]	–	24,4	4,9	4,6

[a] T. o. m. 31.7.
Källa: Riksgäldskontoret: Statistisk årsbok samt Den svenska statsskulden.

I tabellen illustreras hur räntebindningstiderna har kommit att förkortas alltmer. På de senaste åren har inga lån emitterats som varit bundna i mer än fem år. Detta gäller även bostadsobligationer, medan enstaka industrilån haft något längre räntebindningstid. I inget fall har denna dock överstigit tio år. Detta innebär att det i dag inte existerar någon marknad för i egentlig bemärkelse långa obligationer. Det bör också noteras att den genomsnittliga återstående räntebindningstiden för utelöpande lån är ungefär hälften av bindningstiden vid emissionstillfället.

En orsak till att den långa marknaden försvunnit är de sedan slutet av 60-talet i stort sett konstant stigande räntenivåerna. Dessa har medfört att den som placerat långt till en fast ränta under en rad av år har gjort förluster jämfört med den som placerat kort. Efter hand torde detta förhållande ha påverkat placerarnas förväntningar. I det läget har låntagarna inte velat acceptera de räntor som långivarna skulle kräva för att köpa långa obligationer med fast ränta. Man har i stället reagerat genom att sluta emittera sådana obligationer.

Vi kan alltså konstatera att den svenska statsskulden kommit att finansieras i en gradvis mera likvid form, framför allt genom att obligationer med räntebindningstider på ofta tio år kommit att ersättas med sådana som är bundna på fem år eller kortare tid. Härigenom har också andelen höglikvida papper – dvs. sådana med en återstående löptid under ett år – ökat, även om emissionerna av papper med så kort ursprunglig löptid inte ökat. Här måste man också ta hänsyn till att en mycket stor andel av statsskulden (ca 30 procent av den del som är placerad i Sverige) är placerad i bankerna. Genom att dessa har finansierat sina statspappersinnehav med att ge ut likvida bankcertifikat o. dyl. kan man säga att effekten har blivit snarlik en direkt finansiering med korta papper hos allmänheten. I det perspektivet framstår inte den försäljning av statsskuldväxlar som påbörjats under sommaren 1982 som någon större kursändring vad gäller den svenska statsskuldspolitiken. På

två månader har placerats växlar på 6 och 12 månaders löptid till ett värde av 14,8 miljarder kronor.

För att klarlägga sannolikheten för de olika typerna av undanträngning med de budgetunderskott vi ser framför oss i dag skulle man behöva göra prognoser för utbud och efterfrågan på en rad finansiella delmarknader. Sådana prognoser är av flera skäl utomordentligt komplicerade att göra. För det första måste man tänka sig att allmänheten löpande anpassar sig till ändrade avkastningsförhållanden. Det innebär att de priser och räntor som bildas, åtminstone om andrahandsmarknaderna fungerar väl, i princip anpassas så att det totala utestående beståndet av olika värdepapper matchar efterfrågan. Tillskottet genom nyemissioner för en viss kategori av värdepapper under ett år är i allmänhet begränsat i förhållande till det totala beståndet; 1982 års beräknade budgetunderskott motsvarar dock så mycket som 27 procent av statsskulden vid början av året.[1] Det är därför inte lätt att säga något om räntebildningen enbart på basis av information om emissioner och nysparande inom olika delar av ekonomin. För det andra är det svårt att identifiera efterfrågan för en viss kategori värdepapper. Olika placeringar är nämligen nära substitut för varandra och flertalet hushåll, företag och institutioner eftersträvar av riskhänsyn att fördela sin förmögenhet mellan olika tillgångar. För det tredje influeras efterfrågan på ett centralt sätt av förväntningar om framtiden. Speciellt kommer förväntningarna om den allmänna ränteutvecklingen att påverka förhållandet mellan korta och långa räntor. Om räntorna väntas stiga kommer sådana räntor som ligger fast för lång tid att ligga högt i förhållande till räntor som anpassas med kortare intervall.

Rimligt tillförlitliga prognoser över ränteutvecklingen på olika finansiella delmarknader kan därför inte göras utan empiriska studier av hur olika gruppers placeringsmönster påverkas av avkastningsvariationer. Sådana studier saknas för Sverige. Låt oss emellertid konstruera ett *räkneexempel* för att få en grov uppfattning om problemets storleksordning. Det är då naturligt att utgå från en målsättning för penningmängdens utveckling som är konsistent med målet för inflationen. Härigenom bestäms i princip hur mycket som kan lånas upp i riksbanken. Vidare kan en del av den offentliga sektorns lånebehov fyllas genom utlandsupplåning. Här har riksbanken som bekant drivit en politik där den privata sektorn fått stå för en betydande del av upplåningen. För den kalkyl vi här är intresserade av är det dock av underordnad betydelse vilken sektor som lånar utomlands.[2] Med en större privat upplåning blir utrymmet för staten på den inhemska marknaden i motsvarande mån större. En kalkyl av undanträngningseffekter skulle därför kunna baseras på antagandet att staten lånar utomlands motsvarande bytesbalansunderskottet. Vi har därvid förutsatt att man önskar hålla valutareserven oförändrad.

Om vi åter tittar på LU-kalkylerna i tabell 6.1 ser vi att den offentliga sektorns negativa finansiella sparande (= dess utbud av värdepapper) har ökat väsentligt snabbare än bytesbalansunderskottet. Skillnaden mellan dessa två poster har vuxit från omkring 4 procent av BNP under större delen av 70-talet till omkring 7 procent på senare år. Denna differens väntas bestå 1985 enligt LU III. Om inflationsmålsättningen varit oförändrad över den studerade perioden, innebär det att utrymmet för upplåning i riksbanken

[1] Konjunkturläget 2:1982.

[2] Skälen för att dela på utlandslånen har snarare att göra med att den totala räntebördan på sikt kan påverkas. Dessutom kan också rent administrativa och marknadstekniska skäl ha gjort att det varit svårt att låta Konungariket Sverige stå för alla lån.

varit i stort sett konstant i förhållande till BNP. Hänsyn till denna lånekälla förrycker därför inte bilden av att den offentliga sektorns lånebehov på den inhemska marknaden utanför riksbanken har ökat. Frågan är då hur ökningen på omkring 3 procent ska placeras.

Vi har tidigare konstaterat att en finansiering med statspapper som är mycket nära substitut för pengar, t. ex. statsskuldväxlar, kan vara riskabel ur inflationssynpunkt. Å andra sidan riskerar en finansiering med obligationer med längre räntebindningstid att driva upp den långa räntan. Hur det blir med detta beror emellertid också på hur efterfrågan på värdepapper har utvecklats. Den kommer, se åter tabell 6.1, från tre kategorier: försäkrings- och finanssektorn, hushållen och företagen. Av dessa kan de två sistnämnda normalt förväntas ha relativt starka preferenser för likvida placeringar. Försäkringsbolagen placerar däremot normalt merparten av sina tillgångar i mer illikvid form; se beskrivningen av de olika gruppernas placeringar i avsnitt 3.3. Möjligheten att det ökade statliga lånebehovet ska kunna placeras "långt" utan större räntedrivande effekter skulle därför förbättras om det vore så att försäkringssektorns finansiella sparande hade ökat i takt med de statliga lånebehoven. Så är emellertid inte fallet fullt ut. Visserligen har försäkringssektorns finansiella sparande vuxit från 6–7 procent av BNP under större delen av 70-talet till över 7,5 procent 1981 och även 1985 enligt LU III. Denna ökning på någon procent är dock inte tillräcklig för att möta ett ökat statligt lånebehov på ca 3 procent. En betydande del av ökningen av det finansiella sparandet har i själva verket fallit på hushållen och de icke-finansiella företagen.

Ovanstående resonemang kan sägas ge en indikation om att svårigheterna att tillfredsställa den offentliga sektorns lånebehov genom långa placeringar kan ha ökat på senare år och att de problemen tycks kvarstå fram till 1985 enligt LU III. Den förda politiken, framför allt de på senare år snabbt höjda likviditetskraven för bankerna, kan i det perspektivet ses som ett sätt att, utan direkta räntedrivande effekter, leda över kreditinstitut som traditionellt skulle placera på den korta marknaden till att göra långa placeringar. Effekten härav har dock som påpekats till stor del blivit att bankerna finansierat sina obligationsinnehav med bankcertifikat och storinlåning. Detta talar för att slutresultatet blivit ungefär detsamma som om statspapper med samma löptid som certifikaten sålts direkt till allmänheten.

Den senaste tidens ökade intresse från riksbankens sida för försäljning av statspapper till hushåll och icke-finansiella företag får ses mot denna bakgrund. Om man kan komma att lyckas förmå dessa grupper att i större utsträckning göra en omfördelning bland sina tillgångar till förmån för långa statspapper, skulle det ändra på den bild av relationen mellan utbud och efterfrågan som tecknats ovan.

En uppfattning om de storleksordningar det här kan vara fråga om kan fås genom att jämföra hushållens och de icke-finansiella företagens finansiella tillgångar med statens placeringsbehov. Av hushållens finansiella förmögenhet på 371 miljarder kronor i december 1980 var 210 miljarder bankinlåning, sedlar och mynt, 38 miljarder börsnoterade aktier och 35 miljarder spar- och premieobligationer. För de icke-finansiella företagen var motsvarande siffror 328, 59, 4 resp. 0.

Vid en jämförelse med dessa siffror kan det statliga lånebehovet tyckas

relativt begränsat. Man måste emellertid fråga sig hur stor andel av allmänhetens finansiella tillgångar som är lättrörliga. I första hand torde det gälla placeringar i bankcertifikat och specialinlåning. Att dessa är lättrörliga visades av att riksgäldskontoret kunde placera statsskuldväxlar för 15 miljarder kronor under sommaren 1982. Dessa emissioner torde huvudsakligen ha attraherat medel från storinlåningsmarknaden. Därigenom rörde det sig dock endast om ett byte av en likvid placering mot en annan. Hur stora räntedifferenser som skulle behövas för att föra över dessa placeringar – som till stor del är tillfälliga överskottskassor hos företag, kommuner m. m. – till mindre likvida former är dock osäkert.

De totala belopp som finns i specialinlåning och bankcertifikat är dock förhållandevis begränsade (ca 80 miljarder i maj 1982 och 47 miljarder i dec. 1980) och det är uppenbart att mer omfattande placeringar i statspapper från allmänhetens sida också måste komma från den vanliga bankinlåningen. Delar av bankinlåningen är renodlade transaktionskassor. Men som vi tidigare visat, se appendix till kap. 3, har många vanliga inlåningskonton så stor behållning att de måste uppfattas som ett sätt för dessa, framför allt hushåll, att placera en del av sin förmögenhet. I december 1980 var den totala behållningen på konton med saldo över 100 000 kronor (inkl. storinlåning) 106 miljarder kronor, varav 59 miljarder var vanlig bankinlåning. När det talas om att förmå allmänheten att placera i statspapper är det också dessa medel som borde kunna påverkas. Beloppen kan synas stora, men i praktiken vet vi föga om hur räntekänsliga dessa hushåll och företag är. Man måste också hålla i minnet att de ovan angivna siffrorna anger totala behållningar, medan budgetunderskotten ger upphov till ett kontinuerligt nytillflöde av statspapper. Det är därför sannolikt att eventuella finansieringsproblem blir mer uttalade på längre sikt. Å andra sidan kan man kanske räkna med att en ovana från många hushålls sida vid placering i statspapper, eller värdepapper över huvudtaget, skulle göra problemen större på kort sikt.

Den hittills förda diskussionen har inte berört vilken roll kreditpolitiska regleringar kan ha att spela. Den fråga vi har sökt att belysa har i stället varit: kan de senaste och kommande årens budgetunderskott väntas ha medfört och komma att medföra ett tryck uppåt på (det långa) ränteläget vid en marknadsfinansiering? Diskussionen i detta avsnitt har gett visst stöd för ett jakande svar på den frågan, även om detta framstår som långt ifrån uppenbart. Frågan är då om man med regleringars hjälp kan undvika att ett eventuellt räntetryck materialiseras i faktiskt höjda räntor och framför allt om man kan undvika att det leder till att industrins investeringar trängs undan. Detta har vi tidigare diskuterat i kap. 4. Innan vi återknyter till den diskussionen kan det emellertid finnas skäl att diskutera en annan väg att undvika att ränteeffekter sprider sig till företagens kapitalkostnader.

Genom prisdiskriminering kan man i princip erbjuda vissa placerare bättre räntevillkor än andra. Exempel där detta har praktiserats är spar- och premieobligationer. Dessa är specialkonstruerade för hushållssektorn; sparobligationerna får endast ägas av fysiska personer och premieobligationer är – eftersom vinsterna schablonbeskattas – av störst intresse för köpare med hög marginalskatt, dvs. hushåll med höga inkomster. På detta vis kan staten erbjuda bättre räntevillkor för vissa placerare utan att därigenom

direkt driva upp räntenivån på marknaden för långa obligationer i övrigt.

De på senaste tid framförda förslagen att via s. k. obligationsfonder öka allmänhetens placeringar i statspapper kan också delvis ses som ett sätt att prisdiskriminera; tanken är att hushållen ska erbjudas en mindre likvid placeringsmöjlighet till en ränta över den reguljära marknadsräntan. Olika former av prisdiskriminering kan förvisso te sig som attraktiva sätt att placera en större del av statsskulden i illikvid form, och därmed inte inflationsdrivande, men utan att driva upp det allmänna ränteläget på långa placeringar och därmed hämma investeringarna. I en ekonomi med väl fungerande kreditmarknader i övrigt är det emellertid tveksamt hur väl man til syvende og sidst kan lyckas med att ge olika placerare skilda räntevillkor. Utvecklingen på premieobligationsmarknaden under senare delen av 1970-talet är ett illustrativt exempel på de möjligheter till arbitrage mellan olika delmarknader som tenderar att uppstå. Den höga avkastningen efter skatt gjorde det lönsamt med belånade köp av premieobligationer även till höga räntor före skatt. Detta bidrog till att driva upp den allmänna räntenivån på den oreglerade marknaden varigenom företagen erbjöds en högre alternativavkastning på sina placeringar, dvs. kapitalkostnaderna steg. Detta visar på svårigheten att kombinera prisdiskriminering av krediter med väl fungerande oreglerade marknader i övrigt.

Slutsatsen är alltså att prisdiskriminering kan vara en väg att gå, men att den har klara begränsningar. Vad gäller rena regleringar konstaterade vi i kap. 4 att likviditets- och placeringskrav är verkningslösa eller riskerar att ha räntehöjande effekter om de inte åtföljs av en räntereglering. Om en sådan görs tillräckligt omfattande torde åtminstone de långa räntorna kunna hållas nere i någon mån. Däremot är det svårt att den vägen hålla nere storinlåningsräntorna. Detta beror för det första på att dessa är så nära beroende av omvärlden. Men även om vi skulle ha ett visst oberoende där, är det fullt möjligt att dessa räntor snarast kommer att pressas uppåt till följd av att placeringskraven medför en hårdare konkurrens från bankernas sida om storinlåningen. Till denna effekt ska vidare läggas att räntorna på den oreglerade marknaden, som under alla omständigheter blir svår att undvika, torde komma att stiga. Om vi nu primärt är intresserade av verkningarna på industrins investeringar är det uppenbart att dessa påverkas inte bara av den långa utan också av den korta och den oreglerade räntan. Genom att de två sistnämnda räntorna kan komma att stiga kan möjligheten att genom regleringar skydda industrins investeringar visa sig vara mycket små.

6.2 Skattesystemet och kreditmarknaden

Utlåningsregleringar har i allmänhet tillämpats så att riksbanken ålagt bankerna att i första hand begränsa hushållens låneefterfrågan, medan företagen – utom vid mycket kraftiga åtstramningar – kunnat låna fritt till gällande ränta. En bidragande förklaring till denna särbehandling har särskilt på senare år varit att man velat neutralisera vad som uppfattas som oönskade verkningar av skattesystemet. Dels anses det medföra att hushållens låneefterfrågan allmänt är gynnad i förhållande till företagens, dels anses det leda till att hushållens efterfrågan är mindre känslig för räntevariationer än

företagens. Hushållen skulle alltså "tåla" högre räntor och om räntan tillåts stiga till sin jämviktsnivå i tider av åtstramning, skulle det framför allt bli företagen som trängdes undan.

Något mer preciserat kan farhågorna sägas vara att skattesystemet i kombination med en oreglerad kreditmarknad skulle leda till felallokering i två avseenden. För det första skulle hushållen komma att spara mindre och låna mer för konsumtionsändamål än som vore förenligt med samhällsekonomisk effektivitet. För det andra skulle det bli en snedallokering av investeringarna med för stor andel i konsumentkapitalvaror och egna hem[1] och för liten andel i industrins byggnads- och maskinkapital.

Innebörden av dessa problem kan klargöras med en enkel principskiss

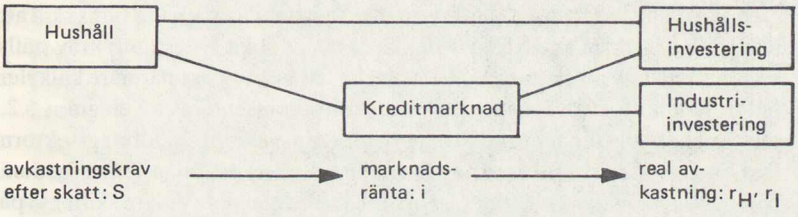


Diagram 6.2 Sambanden mellan hushållens avkastningskrav och den reala investeringens avkastning.

Beslut om sparande och placering av sparmedlen fattas av de enskilda hushållen. Vi utgår från att de ställer krav på en viss real avkastning efter skatt, s. Detta krav gäller vare sig de placerar sitt sparande på kreditmarknaden eller genom att själva göra en realinvestering t. ex. i en egen villa. Med kännedom om de relevanta skattereglerna kan man då räkna ut den marknadsränta på kreditmarknaden, i, samt den reala avkastning på småhusinvesteringen, r_H, som krävs för att avkastningskravet s ska uppfyllas. Vad gäller industriinvesteringar har vi i principskissen antagit att de finansieras över kreditmarknaden. Detta innebär att marknadsräntan i tillsammans med avskrivningsregler och andra aspekter av företagsbeskattningen bestämmer den reala avkastning r_I som en industriinvestering måste ge.

Vi kan då sammanfatta de allokeringsproblem som dagens svenska skattesystem anses medföra i termer av denna principmodell. För det första anses r_I bli högre än r_H, dvs. det måste ställas ett högre avkastningskrav på industriinvesteringar än på investeringar som görs direkt av hushållen. På lång sikt medför detta att en för liten andel av kapitalstocken i ekonomin kommer att utgöras av industrikapital. För det andra kommer s att bli lägre än såväl r_H som r_I. Detta innebär att skattesystemet kan sägas slå in en "kil" mellan den avkastning som hushållet får på sitt sparande och den avkastning som den investering som svarar mot sparandet ger. Följden av detta kan bli ett för lågt totalt sparande i ekonomin.

Det kan tyckas att båda dessa punkter utgör oomtvistliga missförhållanden. Så är emellertid inte fallet. Skatter slår alltid in kilar – t. ex. mellan värdet av ett visst arbete och den lön som individen får efter skatt, eller mellan en varas produktionskostnad och det pris konsumenten får betala. Eftersom staten behöver skatteinkomster gäller det att väga skadeverkning-

[1] Med egna hem får här förstås sådana som inte får statliga räntesubventioner och alltså finansieras till marknadsränta.

arna av dessa olika kilar mot varandra. Detta behandlas i en omfattande vetenskaplig litteratur som det skulle leda alldeles för långt att försöka sammanfatta här. Slutsatserna beträffande önskvärdheten av att beskatta kapitalinkomster, och därigenom ge upphov till en skillnad mellan den avkastning som investeringarna ger och den avkastning som spararen får, är emellertid mycket osäkra.[1] Däremot kan man i allmänhet säga att skattesystemet bör utformas så att samma avkastningskrav ställs på olika typer av reala investeringar. I annat fall skulle man ju genom att omfördela investeringsmedel från ett område till ett annat kunna öka det totala produktionsresultatet.

6.2.1 Kalkyler av skattesystemets verkningar[2]

Den aspekt av det svenska skattesystemet som det i första hand finns skäl att undersöka närmare är därför om det leder till att olika avkastningskrav ställs på olika typer av investeringar. I detta syfte har vi låtit göra närmare kalkyler inom ramen för det principiella synsätt som representeras av diagram 6.2. Detta har utvidgats genom att ta hänsyn till att investeringar i företagssektorn kan finansieras på olika sätt. Vi skiljer således på finansiering genom banklån, nyemission av aktier och outdelade vinstmedel. Vidare skiljer vi på hushållens investeringar i eget hem och konsumtionskapitalvaror. Resultaten som finns sammanfattade i tabell 6.4 bygger på en rad förutsättningar och numeriska specifikationer, vilka representerar det skattesystem som, med idag kända reformer, kan väntas gälla 1985. De tar således hänsyn till den marginalskatte- och avdragsreform som då kommer att vara fullt genomförd.

- Hushållen får 2 procent real avkastning efter skatt på samtliga placeringar i banksparande, aktier och realinvesteringar
- Inflationen är densamma för konsumtionsvaror och de olika investeringsalternativen.

[1] Denna fråga är i princip liktydig med valet mellan inkomstskatt, där kapitalinkomster beskattas lika hårt som arbetsinkomster, och utgiftsskatt, där kapitalinkomster inte beskattas alls. En särskild kommitté (B 1981:04) behandlar för närvarande utgiftsskattens problem och möjligheter.

[2] Avsnittet bygger på Jonas Agells och Jan Söderstens expertrapport till utredningen.

Tabell 6.4 Realt avkastningskrav (%) för investeringar vid olika inflationstakt

	Inflation	
	5 procent	10 procent
Varaktig konsumtionsvara		
finansierad med: lån	3,8	5,0
eget kapital	2,0	2,0
Villafastighet		
finansierad med: lån	4,9	6,7
eget kapital	2,8	3,4
Maskininvestering i aktiebolag		
finansierad med: lån	6,3	11,0
outdelade vinstmedel	2,6	3,5
nyemission	2,9	5,6

Källa: Agell/Söderstens expertrapport, tabell 2.

- Hushållens marginalskatt för ränteinkomster är 60 procent.
- Marginalskatten för utdelningsinkomster är 50 procent. Denna siffra tar hänsyn till den genomsnittliga effekten av den särskilda skattereduktionen för utdelningsinkomster.
- Marginalskatten för ränteavdrag är 50 procent.
- Bolagsskattesatsen är 57 procent.
- Den beskattningsbara intäkten från villainnehav schablonberäknas till 1,4 procent av marknadsvärdet.
- Maskininvesteringar skrivs av med 30 procent på restvärdet.
- Villors deprecieringstakt är 1,4 procent per år.
- Maskiner deprecieras med 7,7 procent per år.
- Företagen gör maximalt tillåtna avsättningar till investeringsfondskonton.
- Investeringsavdrag utgår för maskininvesteringar med 20 procent av anskaffningsvärdet.
- Det s. k. Annell-avdraget vid nyemission utgår med 10 procent per år under 10 år.
- Värdestegring på villor realisationsvinstbeskattas efter 15 års innehav.
- Värdestegring på aktier realisationsvinstbeskattas efter 9 års innehav.

Siffrorna i tabell 6.4 kan sägas bekräfta den gängse bilden i så måtto som avkastningskravet vid lånefinansiering kommer att ställas högre för en maskininvestering i bolagssektorn än för hushållens investeringar i villor och konsumtionskapitalvaror. Däremot kan våra siffror sägas motsäga den bild av problemets storleksordning som getts av tidigare studier.[1] Vid finansiering med eget kapital är skillnaden liten.

Finansieringsformen har betydelse av flera skäl. Vid en investering inom hushållssektorn beror skillnaden i avkastningkrav enbart på att marginalskatten är lägre för ränteavdrag än för ränteinkomster. För bolagssektorn finns flera delvis motverkande faktorer. Dubbelbeskattningen av utdelningsinkomster fördyrar egenfinansiering, medan det faktum att utdelningsinkomster hos företagens ägare beskattas lindrigare än ränteinkomster slår åt andra hållet. Den viktigaste faktorn är emellertid att hushållens krav på två procents real avkastning på banksparande efter skatt kommer att medföra höga bankränktor varigenom lånefinansiering fördyras för företagen.

Eftersom finansieringsformen spelar så stor roll är det svårt att renodla en

[1] Se Sven-Erik Johansson, Hushållssparande och skatteregler, bilaga till kapitalmarknadsutredningen, SOU 1978:13, och Ingemar Hansson, Skattesystemet, inflationen och investeringarna, Ekonomisk Debatt nr 4 1978. Skillnaderna i slutsatser betingas av två faktorer. För det första tar dessa studier inte alls (Johansson) eller endast rudimentärt (Hansson) hänsyn till företagsbeskattningens utformning. För det andra studerar de belånade investeringar och visar på de hävstångseffekter på det egna kapitalets avkastning som fås när en investering kan finansieras till en lägre ränta, efter skatt, än vad den avkastar. Denna typ av effekt utesluts här genom förutsättningen att hushållets avkastning efter skatt är densamma för alla placeringar. Denna förutsättning är visserligen långt ifrån uppfylld i verkligheten, bl. a. beroende på att olika placeringar är förknippade med olika risk och att regleringarna på marknaden kan ha förhindrat en anpassning. Hänsynstagande till dessa förhållanden skulle emellertid leda till en analys som skulle bli väsentligt mer komplicerad än såväl Agell/Söderstens som Johanssons och Hanssons.

jämförelse mellan hushåll och företag. Ett sätt att göra detta är att väga samman avkastningskraven med den genomsnittliga finansieringsmixen. För tillverkningsindustrin har man funnit[1] att investeringarna 1980 finansierades till 43 procent med lån, till 55 procent med outdelade vinstmedel och till 2 procent med nyemissioner. Detta ger ett genomsnittligt avkastningskrav på 6,8 procent vid 10 procents inflation. För hushållen finns inga motsvarande beräkningar. Om vi antar att en typisk låneandel är 80 procent ser vi att detta ger ett avkastningskrav på 6,0 procent. Med denna typ av genomsnittsberäkning framstår alltså skillnaden som liten. Slutsatsen blir att skattesystemet visserligen diskriminerar gentemot företag med liten möjlighet till egenfinansiering, t. ex. nystartade företag, men att det knappast diskriminerar i någon större grad gentemot företagssektorn i dess helhet.

Det framgår vidare att *inflationstakten* har stor betydelse. Vårt skattesystem är långt ifrån inflationsneutralt.[2] Vid 5 procents inflation är dels avkastningskraven genomgående lägre, dels är skillnaden mellan de olika sektorerna väsentligt mindre. Detta sammanhänger främst med att det då räcker med en lägre låneränta för att spararnas avkastningskrav ska uppfyllas.

6.2.2 Skattesystemet som motiv för regleringar

Vi har på flera andra ställen i detta betänkande hävdat att skatter och avgifter lämpar sig bättre än regleringar för att uppnå mål för resursallokering och inkomstfördelning. Här har vi till synes vänt på resonemanget och frågat om skattesystemets ofullkomligheter kan utgöra motiv för regleringar. På lite längre sikt kan detta uppenbarligen aldrig vara fallet; det är mer rationellt att ändra skattesystemet. Möjligheterna att på kort sikt åstadkomma neutralitet i alla avseenden begränsas dock av att det skulle kräva ett flertal samverkande skattereformer. Med ett så enkelt medel som en höjning av investeringsavdraget kan dock ett stort steg mot neutralitet tas.[3]

Det är vidare så att skattesystemet leder till icke-neutraliteter i flera dimensioner: mellan olika finansieringsformer, mellan hushåll med olika marginalskatt, mellan hushåll med olika tillgång till eget kapital osv. Regleringar till förmån för hela företagssektorn ter sig mot den bakgrunden som en mycket otymplig motåtgärd. Slutligen har vi det förut diskuterade problemet att det inte är säkert att en reglering som inte omfattar alla kreditmarknader verkligen lyckas sänka företagssektorns avkastningskrav. Effekten kan bli att de bortransonerade hushållen driver upp räntorna på den oreglerade marknaden, vilket ger företagen attraktiva placeringsmöjligheter som konkurrerar med realinvesteringar.

6.3 Motiv för temporära regleringar

Det kan synas paradoxalt att de stora och växande budgetunderskotten periodvis kunnat hanteras utan egentlig användning av regleringsinstrument, som varit nästan permanenta inslag under tidigare decennier av bättre samhällsekonomisk balans. Paradoxen förklaras bl. a. av den på växelkursförväntningarna stabiliserande effekten av 1981 års devalvering. Vidare har

[1] Se Agell/Söderstens expertrapport.

[2] För förslag att komma till rätta med dessa problem, se Real beskattning, SOU 1982:1.

[3] Vid 5 procents inflation skulle detta behöva höjas till 32 procent för att avkastningskravet vid lånefinansiering ska bli detsamma för maskiner och villor. Vid 10 procents inflation krävs ett avdrag på 49 procent.

räntan kunnat hållas i linje med omvärldens tack vare att det stora externa underskottet friktionsfritt kunnat täckas med statlig utlandsupplåning. Det undanträngningsproblem som budgetunderskotten i och för sig borde gett upphov till, har som nämnts modererats av den ekonomiska stagnationen.

På grund av stagnationen och det låga kapacitetsutnyttjandet utvecklas företagens investeringsverksamhet mycket svagt, samtidigt som deras likviditet är relativt hög. Deras upplåningsbehov är alltså, netto räknade, ovanligt små. Vidare uppvisar den privata delen av finanssektorn stora och växande finansiella överskott. Kreditefterfrågan från hushållssektorn har hållits tillbaka av skatte- och avdragsreformen och insikten om att man för amorteringar och räntebetalningar ej längre kan räkna med automatiska, inflationsrelaterade löneökningar.

Dessa olika för en balans på kreditmarknaden gynnsamma förutsättningar, vilka relaterats i föregående avsnitt, kan emellertid ändras på kort och lång sikt. Lånekraven kan öka från företag vid förväntningar om en uppgående konjunktur, och hushållen kan öka sin kreditefterfrågan för att kompensera stagnerande eller fallande reallöner. Tryck utifrån kan komma att försvåra utlandsupplåningen. De anpassningsmekanismer som då behövs kan komma att öka pressen på penningpolitiken oavsett vilka former man väljer för budgetunderskottens finansiering.

Så länge den privata sektorns lånebehov är relativt litet, har *kreditinstituten* inte mycket annat alternativ än att placera den av budgetunderskottet genererade inlåningen i statspapper. Incitamenten härtill minskar emellertid i den mån allmänhetens kreditefterfrågan ökar. I avsaknad av placeringskrav (och räntereglering) fordras en kanske kontinuerlig dragning uppåt av räntan på statspapper för att ge incitament till ökad utlåning till staten eller t. o. m. för att förhindra en avveckling av innehavet av statspapper och bostadsobligationer.

En omfattande statlig upplåning hos *allmänheten* skulle innebära att en ökande andel av dennas portföljinnehav kommer att bestå av statspapper. Skall detta innehav ges annan form än premie- och sparobligationer, uppkommer sannolikt en dragning uppåt på räntan också i denna sektor av kreditmarknaden. Detta följer av den ökade slagsidan mot statspappersinnehav som allmänhetens portföljer undan för undan skulle få.[1]

Den statliga upplåningen *utomlands* betraktas ofta som en permanent facilitet. Den statliga och privata utlandsupplåningen uppfattas dessutom ibland som en mekanism, som i stort sett ger följsamhet för hemmamarknadsräntorna till utvecklingen i omvärlden. Detta är emellertid ett *statiskt* betraktelsesätt – det bortser från de balansstörningar som i en anpassningsprocess kan skapas av budgetunderskottet och dess finansiering. Dessa störningar kan härröra från både prisutveckling och externbalans. Inom landet leder budgetunderskotten till en successiv uppladdning av likviditet, i den mån de finansieras med betalningsmedel eller närapå likvida statspapper. Risken ökar i så fall successivt för att dessa finansiella stockar skall spilla över till inhemska varumarknader och öka inflationstrycket, till utländska varumarknader och öka importen eller ge upphov till utgående kapitalrörelser och sätta press på växelkursen. Därtill kommer att budgetunderskottens storlek i och för sig och både inom landet och utomlands kan skapa

[1] För att närmare kunna belysa detta problem behövs emellertid en analys i termer av finansmatriser av det slag som kom till användning i kapitalmarknadsutredningen.

förväntningar om inflation och deprecieringar. Svårigheterna för den svenska kronan i samband med statsverkspropositionens presentation i januari 1981 är en eklatant illustration till detta samband. Beroende på förväntningarnas styrka och varaktighet försvagas den svenska räntans anknytning till omvärldens (det är som framhållits endast kurssäkrade räntor som kan väntas följa de internationella). En sådan utveckling innebär självfallet ingen ökad autonomi för den svenska penningpolitiken. Den skulle tvärtom peka på nödvändigheten av en i förhållande till utlandet mer restriktiv politik. Frågan är då hur de av kommittén angivna medlen kan förväntas komma till användning i ett sådant perspektiv.

Växelkursmålet har i detta betänkande i olika sammanhang angivits vara centralt för penningpolitiken. (Se t. ex. avsnitt 5.6). För detta enda mål torde, som där visas, under lugna förhållanden de ordinarie medlen också räcka till. Genom att sätta kassakrav och ställa villkor för sin utlåning har riksbanken goda möjligheter att påverka den korta räntan i önskad riktning. Det är också denna ränta, som är av betydelse för de internationella kapitalströmmarna. Härvid bör emellertid bemärkas två saker.

För det första kan det krävas mycket stora och återkommande räntestegringar för att vända destabiliserande kapitalströmmar. Under lugna perioder kan den inhemska räntan ligga mer i linje med omvärldens. Men frågan om möjligheten att hålla en någotsånär *stabil* ränta torde vara väl så viktig som frågan om dess genomsnittliga framtida nivå. Erfarenheten har visat att variabilitet i räntan skapar ovisshet och störningar, som för bl. a. investeringsverksamheten kan ge väl så negativa effekter som ett högt ränteläge.

För det andra förutses de ordinära penningpolitiska medlen kunna effektivt användas till försvar av växelkursen endast med hjälp av en bestående, relativt omfattande valutareglering. Kassakrav och straffränta kan vid fasta växelkurser förväntas bli i stort sett verkningslösa som styrmedel, om berörda kreditinstitut kan agera på de utländska kreditmarknaderna.

För Sveriges del framstår bibehållandet av valutaregleringen som en konsekvens av växelkursmålets prioritering och av rådande externa balansbrist. Marknadskonforma medel räcker ibland inte till för att korrigera de destabiliserande marknadskrafter som styr de internationella kapitalrörelserna. På grund av de stora, snabba och ofta oförutsebara störningarna på valutamarknaden har det bedömts föreligga behov av ett permanent regleringsinstrument på detta område.

Erfarenheterna senast från valutakrisen i början av 1981 visar emellertid att valutaregleringen kan behöva kompletteras även med kreditpolitiska regleringar. En utlåningsreglering lämpar sig i en sådan situation för snabba och precisa ingripanden, bl. a. för att hindra en upplåning som antingen direkt tar form av kapitalexport eller används till att fördröja en annars inträdd kapitalimport. En räntereglering kan behövas för att begränsa genomslaget på hemmamarknaden av extrema variationer i de korta räntorna. Sådana genomslag kan ge upphov till kraftigt ökade vinster för kreditinstituten. Framförallt är det som ovan antytts viktigt att begränsa variabiliteten i räntenivån och därigenom också ovissheten om ränteutvecklingen på längre sikt. Ur den här diskuterade synpunkten framstår alltså utlåningsreglering och räntereglering som medel, vilka kan sättas in under

begränsade krisperioder i syfte att komplettera den under andra omständigheter för växelkursmålets upprätthållande tillräckliga användningen av de marknadsforma medlen i kombination med valutaregleringen.

Den ovan skisserade penningpolitiken fokuserar i första hand på en växelkursstyrning med räntan som operationell indikator. Denna externinriktade penningpolitik ger till synes inte mycket utrymme för att påverka intermediära mål som penningmängd eller kreditvolym. I betänkandet har beskrivits innebörden av sådana mål och hur de i princip kan uppnås. En slutsats har emellertid varit att i ett utlandsberoende land som Sverige måste liksom tidigare växelkursmålet stå i centrum för centralbankens agerande. Därutöver kan man emellertid fråga sig om det kan vara meningsfullt att formulera och möjligt att realisera något mål som påverkar eller mäter graden av likvidisering av samhällsekonomin. Teoretiskt sett låter det sig sägas att mot en given ränta svarar en viss penningmängd. Kopplingen mellan dessa storheter är emellertid i verkligheten ganska lös. Penningmängden kan tänkas skena iväg samtidigt som räntorna hålls i nivå med omvärldens. Det bör under sådana omständigheter vara både möjligt och önskvärt att åtminstone temporärt kombinera en kontroll av ekonomins likvidisering med växelkursmålets realisering.

I Sverige anges officiellt inga mål för någon "penningmängd". Riksbanken publicerar dock ett mått som på grund av den svenska betalningsmedelsstrukturen med nödvändighet måste definieras ganska brett (M3). Det torde också vara allmänt erkänt bland ekonomer att penningmängden (kreditvolymen) i Sverige inte kan få utvecklas okontrollerat och helt ur linje med motsvarande förändringar i viktiga industriländer. Anledningen är att sådana ökningar av penningmänden via olika mekanismer – om vars natur det kan råda oenighet – direkt och indirekt påverkar vår köpkraftsparitet, kapitalrörelserna och tilltron till kronans värde, dvs. de faktorer som *på sikt* får avgörande betydelse för möjligheterna att styra växelkursen. De försök som t. ex. i olika långtidsutredningar gjorts för att konkretisera de gränser för penningmängdens utveckling, vars överskridande skulle äventyra ett uppställt växelkursmål, har i regel varit vaga. Icke desto mindre har det förelegat situationer där en sådan gräns överskridits eller riskerat att överskridas. Sannolikheten för sådana överskridanden ökar med de växande budgetunderskotten. De härmed förbundna riskerna reduceras inte nämnvärt i den mån en del av den statliga upplåningen placeras hos allmänheten i form av relativt likvida fondandelar – dessa kommer mer till namnet än till gagnet att skilja sig från de tillgångar som konventionellt inkluderas i "penningmängden".

De ordinära medlen – kassakrav, villkor för upplåning i riksbanken, öppna marknadsoperationer – binds upp av målet att styra och stabilisera växelkursen. Prioriteras växelkursmålet kan t. ex. kassakvoten svårligen lösgöras för andra syften. Likviditetskrav och placeringsplikt har hittills ingått som normala medel i den penningpolitiska arsenalen. I framtiden kan placeringskraven användas för att motverka destabiliserande stockjusteringar från kreditinstitutens sida. Dessas innehav av stats- och bostadspapper är nu så stort att portföljanpassningar, t. ex. till en ökad privat kreditefterfrågan, tidvis kan tänkas antaga för stabiliseringspolitiken störande proportioner. Bl. a. kan kassakravens verkningsgrad minskas av sådana anpassningar.

Särskilt en övergång till friare kreditmarknader i en tid av fortsatt samhällsekonomisk balansbrist kan bli svår att hantera utan tillgång till de reglerande medel som enligt lagförslaget ställts till riksbankens förfogande.

Regleringar skall således kunna sättas in för att öka möjligheterna att i krissituationer uppnå givna stabiliseringspolitiska mål. Härvid bör givetvis tas med i beräkningen de kostnader i form av olika anpassningsfenomen på den oreglerade marknaden, som beskrivits på olika ställen i detta betänkande. Men i varje särskilt fall får, liksom överhuvudtaget i ekonomisk politik, nackdelar vägas mot de fördelar man kan förväntas nå genom en viss medelanvändning. En sådan vägning ter sig emellertid som meningsfull blott om den penningpolitiska arsenalen överhuvudtaget är i stånd att klara de tilldelade målen. I annat fall kan konstateras att, som i åtskilliga andra länder, penningpolitiken inte ensam ska förväntas kunna axla den stabiliseringspolitiska bördan.

7 Kommitténs förslag

Kommittén har i kapitlen 2–6 för det första gjort en genomgång av de penning- och kreditpolitiska erfarenheterna i Sverige under efterkrigstiden (kap. 2) och beskrivit de marknader över vilka politiken verkar (kap. 3), för det andra analyserat verkningarna av en reglerande kreditpolitik, som arbetar med de medel som finns angivna i lagen om kreditpolitiska medel (LKM) (kap. 4), samt för det tredje undersökt möjligheterna och förutsättningarna att i Sverige övergå till en mera marknadskonform penningpolitik (kap. 5–6). Vi skall i detta avslutande kapitel dra ut konsekvenserna av analysen i de tidigare kapitlen och låta dessa materialiseras i ett förslag till revidering av LKM. Ändringsförslagen bottnar dels i kommitténs grundsyn att kreditpolitiken normalt bör bedrivas med marknadskonforma medel, dels i att verkligheten ändrats i väsentliga avseenden sedan LKM skrevs och dels i en strävan att ge lagen en mera konsekvent utformning.

7.1 Kreditpolitikens inriktning

När det gäller för kommittén att ta ställning till hur penning- och kreditpolitiken bör bedrivas, måste först en bedömning göras av de mål som man i första hand vill uppnå med denna politik. Som framgått av bl. a. kapitel 2 har penningpolitiken främst använts i stabiliseringspolitiskt syfte. Även om utformningen av åtskilliga av de regleringar som utnyttjats ofta givits andra motiveringar, synes det mera regelbundna användandet av dessa medel ha varit stabiliseringspolitiskt motiverat. Penningpolitikens stabiliseringspolitiska uppgifter har också ändrats. Från att under 50- och 60-talen ha använts som komplement till finanspolitiken för att styra den totala efterfrågan i traditionell keynesiansk anda, har den svenska penningpolitiken sedan slutet av 60-talet blivit alltmer inriktad mot de externa balansproblemen. Speciellt omsorgen om växelkursen och valutareserven har kommit att spela en stor roll.

Som vi visat i kapitel 5 bör en penningpolitik med en sådan inriktning med fördel normalt kunna bedrivas med traditionella marknadskonforma medel. Detta innebär att riksbanken skulle arbeta med följande tre typer av medel: (1) variationer i villkoren för bankernas upplåning i riksbanken, (2) krav på kreditinstitut att hålla en viss minsta mängd kassamedel och (3) köp och försäljning av värdepapper på öppna marknaden.

Även om kommittén vill rekommendera en penningpolitik, som i

huvudsak utnyttjar ovan angivna marknadskonforma medel, vill vi inte föreslå ett avskaffande av den kreditpolitiska lagstiftningen. De regleringsåtgärder som omfattas av lagen kan i vissa situationer utgöra komplement till de marknadskonforma medlen. Vi föreställer oss att i vissa akuta krislägen ett kraftfullt men tidsbegränsat användande av dessa medel kan visa sig värdefullt. Särskilt torde regleringar i kombination med marknadskonforma åtgärder verksamt kunna bidra till att motverka spekulation i växelkursförändringar. Man kan också tänka sig situationer där riksbanken av någon anledning, t. ex. plötslig oro på de internationella valutamarknaderna eller en snabb konjunkturuppgång, förlorat kontrollen över penningmängden och den allmänna likviditetsutvecklingen. Ett utlåningstak kan här vara ett effektivt medel för att direkt dämpa penningmängdsökningen. För att undvika kraftiga räntehöjningar kan den penningpolitiska åtstramningen kompletteras med en räntereglering. En oväntat kraftig ökning i budgetunderskottets storlek är ett annat fall där kreditpolitiska regleringar kan tänkas motiverade. För att hindra en alltför snabb likvidisering av ekonomin kan placeringskrav för bankerna i kombination med räntereglering vara ett sätt att tillfälligt tvinga bankerna att köpa mera statspapper än de annars skulle ha gjort. (Se vidare avsnitt 6.3.)

Det råder knappast några tvivel om att kreditpolitiska regleringar åtminstone kortsiktigt kan vara kraftfulla stabiliseringspolitiska medel. Det är emellertid viktigt att de endast används tidsbegränsat och i extraordinära situationer. Som visats i kapitel 4 beror regleringarnas effektivitet i hög grad på att de genomförs snabbt och oväntat. Åtstramningen 1969–70, som kom efter en relativt lång förhållandevis regleringsfri period, är ett exempel på detta. En permanent användning av regleringar bör emellertid undvikas på grund av de anpassningsprocesser som då uppkommer i det finansiella systemet. När de normala kanalerna på kreditmarknaden täpps till genom långvariga regleringar, kommer nya kanaler för kreditgivning att utvecklas. Dessa av regleringarna ej omfattade kreditformer kan med tiden bli allt närmare substitut till de krediter som regleras. Tillväxten av finansbolagen under 70-talet kan delvis förklaras på detta sätt. En sådan anpassningsprocess bör undvikas främst av två skäl.

För det första påverkar den hela kreditmarknadens funktionssätt på ett negativt sätt. De etablerade kreditinstitutens roll i ekonomin tenderar att krympa, när en växande del av kreditgivningen går via den oreglerade delen av marknaden. Detta kan innebära en mindre effektiv hantering av krediter och en mindre effektiv fördelning av kreditresurserna. Det innebär också större svårigheter att överblicka de kreditmöjligheter som finns. Detta kan särskilt drabba de små låntagarna, som också riskerar att komma i kläm när det gäller fördelningen av krediter i den reglerade sektorn. Det samarbete och den uppfinningsrikedom som kan komma att krävas för att finna vägar att undgå regleringarna innebär i sig ett slöseri med resurser.

För det andra kommer regleringarnas stabiliseringspolitiska effektivitet att urholkas med tiden. Ju mera utvecklade och lättillgängliga alternativ som erbjuds till den reglerade kreditgivningen desto mindre effekt på penningmängd och räntor får naturligtvis regleringsåtgärderna. Visserligen kan man tänka sig att riksbanken successivt låter regleringarna omfatta allt större delar av kreditmarknaden såsom i viss mån skett i Sverige under 70-talet. Det

finns emellertid gränser för hur långt en reglering kan utvidgas och de allokeringsmässiga kostnaderna av att driva fram en kreditgivning direkt mellan företag och/eller hushåll är troligen betydande.

Det har i diskussionerna om regleringarna på kreditmarknaden anförts andra motiv än de stabiliseringspolitiska. Låt oss kort granska tre av de vanligast förekommande. För det första har det hävdats att vissa bostadspolitiska mål bäst tillgodoses genom kreditregleringar. I och med att räntesubventionerna numera i huvudsak belastar statsbudgeten och bostadsbyggandet utgör en väsentligt mindre andel av de totala investeringarna än tidigare, synes inte längre det bostadspolitiska motivet för kreditregleringar särskilt viktigt. Det andra motivet har att göra med att hushållen på grund av skattesystemets konstruktion "tål" högre räntor än företagen och därmed hindrar att krediter i tillräcklig utsträckning slussas till investeringar i näringslivet. Som framgår av kapitel 6 har vi funnit att denna uppfattning måste modifieras. I all synnerhet finns det efter den 1985 helt genomförda skattereformen mycket mindre fog än tidigare för att hävda att skattesystemet generellt gynnar hushållen. Även om så vore fallet ter sig kreditregleringar som ett ineffektivt botemedel. Eventuella skevheter bör självfallet korrigeras genom ändringar i skattesystemet. Det tredje motivet som brukar andragas har samband med de stora statliga budgetunderskotten. Utan en reglering av kreditmarknaden skulle dessa riskera att driva upp räntorna till en ohållbar nivå. Som framgår i kapitel 6 kan man inte generellt avvisa tanken att budgetunderskotten skulle verka räntehöjande. Farhågorna för kraftiga räntehöjningar är dock förmodligen överdrivna. Och även om en avreglering skulle ge upphov till räntehöjningar så kan man se det som en fördel att medborgare, myndigheter och politiker får en möjlighet att uppfatta kostnaderna för de resurser som ändå måste föras över till den offentliga sektorn. Vill man undvika att en undanträngning drabbar vissa sektorer, till exempel industriinvesteringar, kan det ske effektivare genom subventioner direkt riktade mot dessa.

Kommittén vill generellt avvisa motiv av detta allokeringspolitiska slag för en varaktig reglering av kreditmarknaden. Vi anser att en prioritering av vissa sektorer om en sådan anses önskvärd bör åstadkommas genom direkta subventioner och inte genom kreditregleringar. Det är här således fråga om uppgifter som bör uppfattas som en del av finanspolitiken och därför bör hanteras av regering och riksdag.

Det bör framhållas att kommitténs syn på penningpolitikens uppläggning utgår från att växelkurspolitiken och valutaregleringen kommer att ha ungefär samma utformning som för närvarande. Det betyder att vi utgår ifrån att kronans värde även i framtiden kommer att knytas till en korg av valutor med endast mindre utrymme för justeringar upp eller ned. Vad gäller valutaregleringen pågår visserligen en utredning, men som påpekats i kapitel 1 bedömer vi, efter kontakter med valutakommittén, det inte vara aktuellt med ett avskaffande av valutaregleringen inom en överskådlig framtid. Detta är av stor betydelse för kommitténs slutsatser, eftersom ett avskaffande av alla valutarestriktioner skulle göra det möjligt att direkt kringgå kreditregleringar och därmed göra den kreditpolitiska lagstiftningen överflödig.

7.2 Lagförslagets allmänna uppläggning

Enligt den syn på penningpolitiken som vi redovisat skulle endast ett av de medel som används i normala fall regleras av den kreditpolitiska lagen, nämligen kassakrav. Övriga medel, som normalt förekommer i en marknadskonform penningpolitik, kan riksbanken bruka sig av i kraft av sin ställning som centralbank och sitt monopol vad gäller att ställa bankreservmedel till förfogande samt genom sin rätt att som bank köpa och sälja värdepapper. Slutsatsen blir att bland de av den kreditpolitiska lagstiftningen omfattade medlen endast kassakrav bör få användas regelbundet och utan tidsbegränsning. Användandet av övriga i lagen upptagna medel bör kringgärdas med starka restriktioner.

Vår grundinställning till den kreditpolitiska lagstiftningen skiljer sig troligen inte nämnvärt från den som legat bakom tillkomsten av den nuvarande lagen. Denna är en fullmaktslag, vilket innebär att regeringen får en fullmakt enligt lagen att på vissa villkor fatta beslut om att de i lagen upptagna medlen skall kunna användas. Det krävs att riksbanksfullmäktige gör en särskild framställning till regeringen att få använda visst kreditpolitiskt medel. För vissa medel – utlåningsreglering, räntereglering och placeringsplikt – gäller dessutom att förordnande får medges endast om synnerliga skäl föreligger. Uttrycket "synnerliga skäl" innebär från juridisk synpunkt en mycket stark restriktion. En ytterligare skärpning av skrivningen skulle innebära att man fick tala om "endast vid krig, krigsfara eller andra liknande situationer". I lagen har vidare föreskrivits att regeringsförordnande om att utlånings- och räntereglering får användas endast får lämnas för begränsad tid – högst ett år. En ytterligare spärr ligger i förhållandet att lagens giltighet är tidsbegränsad och har förlängts med högst tre år i taget. Vid lagens tillkomst framhölls i prop. 1974:168 (s. 142) bl. a. att de nämnda extraordinära medlen borde användas endast i svårbemästrade situationer.

Det har framgått av tidigare kapitel att penningpolitiken under efterkrigstiden och inte minst under tiden efter LKM:s tillkomst haft starka inslag av regleringar. Medel för vilkas användning "synnerliga skäl" skulle föreligga har använts mer eller mindre regelbundet. Detta behöver dock, som påpekats bl. a. i kapitel 2, inte innebära att regleringarna *formellt* varit i kraft under långa perioder. Under de perioder när regleringarna inte varit i kraft har i stället riksbankens rekommendationer ofta i realiteten fungerat som en reglering. Vi har således upplevt tendenser till en – formell eller informell – permanentning av vissa kreditpolitiska regleringar.

Försöken i nuvarande lagstiftning att lägga restriktioner på användningen av utlåningsreglering, räntereglering och placeringsplikt har således inte varit framgångsrika i fråga om den informella tillämpningen. För att skapa förutsättningar för en penningpolitik med mindre detaljregleringar och mer av marknadskonforma medel föreslår kommittén att det i lagen, förutom en tidsgräns på ett år för hur länge ett visst medel får användas, uttryckligen föreskrivs att varje användningsperiod måste följas av en lika lång period där *inget* kreditpolitiskt medel (utom kassakrav) får förekomma. Den regleringsfria perioden måste dock vara minst fyra månader för att förhindra mycket korta regleringsperioder med åtföljande korta regleringsfria perioder, något som i realiteten skulle vara liktydigt med en fortlöpande reglering. Det bör

observeras att dessa begränsningar inte omfattar kassakrav, eftersom detta är tänkt att vara ett normalt inslag i politiken. Vidare har riksdagen givetvis alltid möjlighet att göra undantag från regeln om tidsbegränsning och den regleringsfria perioden. Vi föreslår att regeringen hos riksdagen kan begära sådant undantag, om det är oundgängligen nödvändigt för att motverka en allvarlig obalans i samhällsekonomin.

Den föreslagna konstruktionen torde enligt kommitténs uppfattning leda till återhållsamhet från riksbankens sida vad gäller begäran om införande av regleringar. Eftersom regleringar alltid kommer att efterföljas av regleringsfria perioder gäller det för riksbanken att avvakta med regleringsingripanden tills de verkligen behövs. Effekten av den föreslagna konstruktionen torde bli att kreditpolitiska regleringar kommer att användas med stor sparsamhet. Härigenom skulle risken minska för att aktörerna på kreditmarknaden anpassar sitt beteende efter regelbundet återkommande regleringar.

Informella regleringar i form av överenskommelser och rekommendationer torde också minska i betydelse. Att dessa fungerat så effektivt beror nämligen i hög grad på att kreditinstituten varit medvetna om att lagen kunnat sättas i kraft med kort varsel om så behövts. Med den här föreslagna konstruktionen skulle kreditinstituten däremot veta att riksbanken måste vara återhållsam med att begära regeringens förordnande om att regleringar ska få användes. Kommittén anser också att det i detta sammanhang klart bör markeras att det skulle strida mot den föreslagna lagens anda om man kringgick de restriktioner som ligger i lagförslagets konstruktion genom informella överenskommelser och rekommendationer som ges en sådan form att de får samma effekt som en kreditpolitisk reglering enligt lagförslaget. Likaså är det viktigt att markera att de marknadskonforma medlen inte ska få ges en sådan utformning att de till gagnet skulle bli liktydiga med en reglering. Detta skulle t ex kunna ske genom att riksbanken låter institut, som håller sig inom en rekommenderad ram beträffande utlåningsökningen, få högre förräntning på sina kassakravsmedel än institut som inte gör det. Analogivis borde det enligt den nya lagstiftningen vara riksbanken främmande att differentiera upplåningsvillkoren i riksbanken för olika banker för att på så sätt i realiteten införa en reglering. Önskar man införa regleringar står i stället det i lagstiftningen angivna förfaringssättet till buds.

En viktig fråga är vem som fattar beslut om att en viss kreditpolitisk reglering skall tillgripas. Enligt vår mening skulle det mot bakgrund av det ovan beskrivna systemet vara lämpligast att beslut fattades av riksbanksfullmäktige. En så långtgående delegering av beslutanderätten direkt till riksbanken synes emellertid inte vara i överensstämmelse med regeringsformen. Det rör sig här om sådana åtgärder som kan påverka den ekonomiska situationen för enskilda rättssubjekt och därigenom ska regleras i lag och kan delegeras till regeringen. Vi har därför utformat lagförslaget så att medlen liksom nu får tillgripas först efter beslut av regeringen och på förslag av riksbanksfullmäktige.

I lagförslaget anges inledningsvis i allmänna ordalag de grunder på vilka beslut om kreditpolitiska medel bör fattas. Förutsättningen skall vara att "det är nödvändigt för att upprätthålla balans i samhällsekonomin eller uppnå de andra mål som riksdagen fastställt". En så allmän formulering kan

givetvis inte fungera som någon reell restriktion, men den är en kodifiering av vår uppfattning att kreditpolitikens centrala uppgifter gäller stabiliseringspolitiken. Vi har i avsnitt 7.1 ovan samt i avsnitt 6.3 gett exempel på några typer av situationer där regleringsingripanden skulle kunna vara motiverade. Andra mål än stabiliseringspolitiska bör endast undantagsvis beaktas när det gäller denna typ av politik.

7.3 Omfattade kreditinstitut

Kreditpolitiken bör således enligt kommitténs uppfattning i alla normala situationer enbart arbeta med marknadskonforma medel, till vilka kommittén som framhållits räknar kassakrav. I de extraordinära situationer där kreditpolitiska regleringar ändå kan behöva införas är det emellertid viktigt att dessa kan verka med full kraft. Det är därför väsentligt att ge möjlighet att låta regleringarna täcka alla kreditformer och alla kreditinstitut av betydelse.

Nu gällande lag gör det möjligt att reglera räntesättning och utlåning eller andra placeringar från bankinstitut, försäkringsinstitut (inkl. AP-fonden), jordbrukskassor, finansbolag, kreditaktiebolag samt hypoteksinstitutioner. Härutöver innebär emissionskontrollen att en mindre del av företagens lån från hushåll och andra företag kan regleras. Utanför regleringssystemet ligger den helt dominerande delen av den interna kreditgivningen inom företags- och hushållssektorerna. Vidare har staten en betydande utlåning över statsbudgeten – främst bostadslån, studielån och industripolitiska insatser – vilken av naturlig skäl inte omfattas av den kreditpolitiska lagstiftningen. Däremot täcker lagen de statligt delägda kreditaktiebolagen – Sveriges Investeringsbank, Industrikredit och Företagskredit. Av enskilda företag som främst ägnar sig åt finansiell verksamhet omfattas inte t. ex. bankirfirmor, fondkommissionsbolag, bolag med finansieringsverksamhet som inte omfattas av lagen om finansbolag samt olika slags fonder. Utanför kreditpolitiska regleringen står också utländska banker med representationskontor i Sverige.

Den oreglerade delen av kreditmarknaden är således mycket stor. Det är emellertid inte utan en betydande kontrollapparat möjligt att utsträcka regleringarna mycket längre än vad som idag är fallet. I all synnerhet skulle det vara omöjligt att effektivt kontrollera den interna kreditgivningen inom hushålls- och företagssektorerna, i form av handelskrediter och annat. Den statliga kreditgivningen får snarast ses som en del av finanspolitiken, varför den inte ter sig meningsfull att reglera. Det återstår då att ta ställning till om några av instituten av typ bankirfirmor, fondkommissionsfirmor o. dyl. ska kunna regleras. Mot detta skulle tala att deras långivning idag är så liten att den i stort sett saknar kreditpolitisk betydelse. Samtidigt kan man inte utesluta att strukturen på den svenska kreditmarknaden kommer att ändras i framtiden och att dessa företag kan få större betydelse. Kommittén har därför stannat för att föreslå att regeringen på begäran av riksbanksfullmäktige ska kunna förordna att specificerade kategorier av institut av denna typ, med kreditgivning som en yrkesmässig verksamhet, ska kunna omfattas av lagen. Den som offentligen utbjuder obligationer, förlagsbevis eller andra

för den allmänna rörelsen avsedda skuldebrev, ska också kunna omfattas.

Det är uppenbart att en kreditpolitisk lagstiftning aldrig kan omfatta all kreditgivning. Syftet är att kunna påverka yrkesmässig verksamhet, som har som sitt huvudsakliga ändamål att bedriva kreditgivning. Som illustrerats av t. ex. finansbolagens framväxt uppkommer ständigt nya behov av och former för kreditgivning, som i sin tur medför att nya kreditinstitut skapas. Förutom bankirfirmor och fondkommissionsbolag, som bedriver en växande kreditverksamhet, kan nämnas s. k. merchant banks. De har f. n. ingen särskild juridisk form för sin verksamhet men kan få det i ett längre perspektiv. Vidare anser vi att dotterbolag eller filialer till utländska banker, om etablering av sådana skulle tillåtas i framtiden, ska omfattas av den kreditpolitiska lagen på i princip samma sätt som svenska banker.

Kommittén har strävat efter att formulera de kreditpolitiska medlen och reglerna för deras användning så flexibelt att de i princip ska kunna tillämpas på alla typer av kreditinstitut. Alla institut av det slag som ovan beskrivits bör alltså kunna styras med alla de medel som ingår i den kreditpolitiska lagen. Detta behöver emellertid inte innebära att riksbanken när den vill utnyttja ett medel ingående i lagen måste låta det gälla alla kreditinstitut som omfattas av regeringens förordnande. Om riksbanken t. ex. gör bedömningen att ett utlåningstak för bankinstituten under en sexmånadersperiod inte ger upphov till någon kompenserande utlåning från finans- eller försäkringsbolag, finns det ingen anledning att låta även dessa institut omfattas av utlåningsregleringen (jmfr dock resonemanget i följande avsnitt om kraven på konkurrensneutralitet). Det bör också påpekas att vissa medel trots den flexibla utformning de fått i lagförslaget i vissa lägen kan vara mindre lämpade att användas på vissa typer av kreditinstitut. Detta är emellertid en teknisk fråga, som riksbanken självfallet får bedöma i varje enskilt fall. Vi anser inte att det finns någon anledning att i lagen göra några inskränkningar i detta avseende. Riksbanken får också avgöra på vilket sätt efterlevnaden kan kontrolleras.

7.4 Särbehandling av vissa kreditinstitut

Det är kommitténs allmänna inställning att regeringen när den fattar sitt beslut om en viss kreditpolitisk reglering skall överlämna till riksbanken att bestämma detaljerna vad gäller medlens utformning. En viktig fråga i detta sammanhang är i vilken mån riksbanken skall få särbehandla olika kreditinstitut. I den allmänna diskussionen och i tidigare utredningar om kreditpolitiken har ofta framhållits det väsentliga i att olika kreditinstitut behandlas "på ett från konkurrenssynpunkt i möjligaste mån likartat sätt".[1] Tanken är att en myndighets ingripanden skall vara konkurrensneutrala i den mån man inte klart beslutat att gynna eller missgynna vissa kategorier.

Konkurrensneutralitet är dock ett begrepp som är mycket svårt att närmare precisera. Problemen ligger i huvudsak på två plan. För det första gäller det om vissa typer av institut helt skall undgå att träffas av regleringar. För det andra är frågan om en viss reglering skall tillämpas i någon mening lika för alla berörda kreditinstitut.

Det sätt på vilket de kreditpolitiska regleringarna har tillämpats uppvisar

[1] Kreditpolitiska medel, betänkande avgivet av utredningen om den kreditpolitiska lagstiftningen. DsFi 1974:2, sid. 119.

en rad exempel på särbehandling såväl av grupper av institut som av vissa institut inom en och samma grupp. Således har olika likviditetskrav gällt för olika banker. Ränte- och utlåningsreglering gällde under 70-talet – formellt eller informellt – för bank- och försäkringsinstitut men inte för finansbolag. Efter lagändringen 1980 kan finansbolagen omfattas av en utlåningsreglering, medan de fortfarande i vissa marknadslägen kan ha en konkurrensfördel genom att inte ha sin räntesättning reglerad.

Argumentationen för konkurrensneutralitet har ofta förts i rättvisetermer. Det har hävdats att det är orättvist att bankerna skall få sina möjligheter att bedriva sin verksamhet beskurna i förhållande till finansbolagen. Den ur samhällsekonomisk synpunkt viktiga effekten är emellertid inte den primära påverkan på olika instituts relativa vinstlägen utan i stället de följdverkningar detta får på resursallokeringen. Om vinstnivån i de oreglerade instituten ökar torde dessa komma att expandera och därigenom gradvis tränga ut åtminstone delar av de reglerade institutens verksamhet från marknaden. Detta kan t. ex. ge upphov till en mindre professionell kreditgivning och riskbedömning samt till större informations- och hanteringskostnader i systemet. Det är effekter av denna typ som kan utgöra den samhällsekonomiska kostnaden av en olikhet i regleringen av olika kategorier av kreditinstitut.

Det är emellertid inte självklart att alla institut bör behandlas lika. Anledningen till detta kan illustreras genom att ta ett exempel med placeringskrav. Vi utgår från en oreglerad situation, där obligationsräntorna har anpassats till rådande marknadsläge. Olika typer av institut kommer då att hålla olika andelar statsobligationer bland sina tillgångar. Detta kan bero på hur stora risker de vill ta och på den struktur de har på sin inlåning, dvs. framför allt på hur lång sikt som inlåningsräntan är bunden. Införande av ett bindande placeringskrav innebär nu en slags skatt. Om alla kreditinstitut hade samma kundstruktur och samma tillgångsstruktur utan placeringskrav skulle samma kvot för alla uppenbarligen också innebära en lika hård beskattning av alla institut. Om man å andra sidan jämför institut som i avsaknad av regleringar skulle välja mycket olika andelar obligationer, är det uppenbart att samma placeringskrav skulle innebära olika hård beskattning. Med argument av denna typ torde man t. ex. kunna motivera att placeringskrav skulle sättas lägre för finansbolag än för försäkringsbolag.

Dessa invändningar till trots finner kommittén att lika behandling av olika institut vid tillämpning av kreditregleringar bör vara en genomgående utgångspunkt. Särbehandling av vissa institut bör endast förekomma i sådana fall där riksbanken kan anföra särskilda skäl, t. ex. av det slag som antytts ovan. Det är viktigt att riksbanken redovisar och offentliggör de skäl som den lagt till grund för särbehandlingen för att härigenom skapa klarhet hos berörda institut om principerna för regleringspolitiken.

Vi vill understryka att skälen för särbehandling i första hand bör ha att göra med effektivitet i resursallokering. Lönsamhetsproblem för ett enskilt institut bör således inte kunna utgöra skäl för särbehandling.

7.5 Utformningen av medlen

Enligt kommitténs förslag reduceras de kreditpolitiska medlen till fyra: kassakrav, utlåningsreglering, placeringskrav och räntereglering. Det första, kassakrav, intar som nämnts en särställning, eftersom det är tänkt att kunna användas fortlöpande. Vid en jämförelse med LKM synes vårt förslag innebära en väsentlig minskning av antalet medel. Detta är emellertid delvis en synvilla. Som framgått av tidigare resonemang anser kommittén att syftet med den kreditpolitiska lagstiftningen i första hand är stabiliseringspolitiskt. Vi har därför i det nya lagförslaget försökt sortera bort medel med uppenbart andra syften. Man skulle kunna säga att bland de medel som ingår i lagförslaget finns alla de stabiliseringspolitiska medel som förekommer i LKM.

Av de i nuvarande lagstiftning upptagna medlen föreslår vi att emissionskontroll och särskild placeringsplikt utgår. Skälet härtill är främst att båda dessa huvudsakligen haft andra syften än stabiliseringspolitiska. Den *särskilda placeringsplikten* syftar till att garantera att varje enskilt bostadsprojekt får byggnadskredit. Denna form av placeringsplikt har aldrig använts och synes vara mycket svår att tillämpa i praktiken. Enligt kommitténs mening bör det även i fortsättningen finnas möjligheter att, under perioder när regleringar tillämpas, prioritera en viss sektor, t. ex. bostadsbyggandet. Detta kan, enligt kommitténs förslag, göras genom användande av placeringskrav. Vi anser däremot inte att det kan vara behövligt att, under de korta regleringsperioder det här blir fråga om, ha möjlighet till så långt gående ingrepp som att tvinga bankerna att ge kredit till ett visst specifikt projekt.

Vad gäller *emissionskontrollen* har det här i praktiken rört sig om en detaljreglering, trots att LKM aldrig satts i kraft på denna punkt. Riksbanken har granskat begäran om emissionstillstånd från varje enskilt företag och ställt speciella villkor för beviljande. Dessa villkor har bl. a. gått ut på att företag för att få tillstånd måste hålla minst 80 procent av sina likvida medel i svensk bank samt att vissa företag måste täcka en del av sitt lånebehov utomlands. Riksbanken har också utnyttjat emissionskontrollen för att gynna vissa företag, t. ex. exportföretag, medan handelsföretag haft svårt att få tillstånd. Riksbanken har slutligen i detalj granskat villkoren vad gäller räntesättning, löptider, räntejusteringstidpunkter etc. Det är uppenbart att en sådan detaljerad styrning är i strid mot kommitténs grundsyn.

Vi vill således rekommendera ett avskaffande av den nuvarande emissionskontrollen, där varje enskilt projekt bedöms. En emissionskontroll kan emellertid uppfattas som ett renodlat stabiliseringspolitiskt medel om endast den *totala* volymen obligationsemissioner regleras. En emissionskontroll av detta slag kan ses som ett logiskt komplement till en utlåningsreglering. En reglering av t. ex. bankernas totalutlåning skulle annars kunna kringgås genom en ökad direkt upplåning på en oreglerad obligationsmarknad. Eftersom i princip alla emissioner av företagsobligationer i Sverige genomförs i bankernas regi, torde det inte stöta på några större svårigheter att komplettera regleringen av bankernas utlåning med en motsvarande reglering av deras medverkan i obligationsemissioner. Utredningen föreslår därför att den lagparagraf som behandlar *utlåningsreglering* kompletteras så

att obligationer som utbjudits av ett visst kreditinstitut för en utfärdares räkning inräknas i kreditinstitutets utlåning. Riksbanken skall alltså ange hur stor total utlåningsvolym man anser lämplig under regleringsperioden. Därefter överlåts åt marknaden, dvs. i realiteten åt emissionsbankerna, att fördela detta belopp mellan egen utlåning och obligationslån samt att fördela de senare mellan olika utfärdare. Inga detaljföreskrifter vad gäller emissionsvillkor, företräde för viss typ av utfärdare eller dylikt bör förekomma. Ej heller anser vi att obligationsräntorna behöver regleras (se nedan). I övrigt är vårt förslag till utformning av utlåningsreglering väsentligen detsamma som i gällande lag.

Det av kommittén föreslagna *placeringskravet* kan sägas ersätta likviditetskrav och (allmän) placeringsplikt i 1974 års lagstiftning. Likviditetskravet anges nu som genomsnitt och berör endast bankinstitut, medan placeringsplikten gäller marginellt och främst berör försäkringsbolagen. Enligt kommittén bör riksbanken ges stora möjligheter att bestämma medlens närmare utformning vid användningstillfället, samt vilka kreditinstitut som skall omfattas av regleringen. Det finns då ingen anledning att i lagen fastslå om placeringskrav skall formuleras i genomsnittliga eller marginella termer. Det är därför naturligt att som ersättning för placeringsplikt och likviditetskrav föreslå ett placeringskrav, som kan beräknas marginellt eller genomsnittligt och som kan beröra alla av lagen omfattade kreditinstitut. Vi anser heller inte att några gränser för placeringskravets nivå behöver ställas upp. Således bör t. ex. ett krav utformat som en marginell kvot kunna överstiga hundra procent. Inte heller anser vi att det i lagen behöver skrivas ut vilken typ av placeringar som ska räknas som prioriterade, om det ska vara stats-, industri-, bostadsobligationer, byggnadskreditiv eller några andra typer av placeringar.

Vad *räntereglering*en beträffar har vi utgått ifrån nuvarande praxis och låtit regleringen gälla endast utlåningsräntorna. Med en reglering av dessa finns det knappast något reellt behov av att också reglera inlåningsräntorna. Se vidare vårt resonemang i kap. 4 om hur olika räntor är kopplade till varandra. För obligationsemissioner har vi inte sett något behov av en särskild räntereglering. En reglering av olika utlåningsräntor kommer i praktiken att hålla nere obligationsräntorna.

Vårt förslag till lagregler för *kassakravets* utformning medger, liksom för placeringskravet, en större frihet än hittills för riksbanken att själv bestämma den tekniska konstruktionen. Även här medger kommitténs lagförslag att kravet utformas som en genomsnittlig eller en marginell kvot. Vidare kan det relateras antingen till institutets placeringar eller till dess förbindelser. Liksom enligt gällande lag har riksbanken möjlighet att undanta vissa poster vid beräkning av förbindelserna eller placeringarna. Vi vill dock framhålla att dessa undantag inte ska få göras så att kassakravet kan få effekter som är liktydiga med något av de tidsbegränsade medlen. Annars skulle t. ex., om statsobligationer inte inräknades i totala placeringar, effekten av ett kassakrav kunna bli snarlik effekten av ett placeringskrav. Bankerna skulle ju i så fall stimuleras att placera i statsobligationer, eftersom detta inte – till skillnad från ökad utlåning – skulle leda till att ökade kassareserver behövde hållas.

7.6 Rätt att anföra besvär m. m.

Enligt LKM får talan ej föras mot riksbankens beslut enligt lagen. I förarbetena till lagen liksom till tidigare kreditpolitiska lagar har olika remissinstanser förordat att en besvärsrätt införs, åtminstone beträffande riksbankens beslut att ålägga kreditinstitut särskild avgift. Sålunda har bl. a. bankinspektionen och bankföreningen anfört flera skäl, inte minst hänsyn till rättssäkerheten, för att införa en sådan besvärsrätt. Mot detta har förts fram statsrättsliga skäl, främst att riksbankens ställning som riksdagens verk skulle göra det principiellt olämpligt att talan mot riksbankens beslut skulle kunna föras hos annan än riksdagen. Därtill kommer uttalanden av departementschefen (prop. 1974:89 s. 63 och 1974:168 s. 186 f) att frågor om tillämpning av den kreditpolitiska lagstiftningen bör lösas i så nära samråd mellan regeringen och riksbanken att något besvärsinstitut med regeringen som sista instans inte är erforderligt från saklig synpunkt.

Frågan huruvida besvärsrätt är möjlig över beslut av myndighet som lyder under riksdagen har bl. a. berörts i prop. 1975/76:160 s. 205. I detta sammanhang, som rörde besvärsrätt över sekretessbeslut som fattats av sådan myndighet, har departementschefen uttalat att rätt att besvära sig till domstol i allmänhet bör föreligga. De statsrättsliga skäl som nämnts har i detta fall inte vunnit gehör. Något avgörande skäl till annan bedömning vad gäller den kreditpolitiska lagen kan kommittén ej finna.

Riksbanken har enligt kommitténs förslag erhållit stora möjligheter att efter eget skön utfärda tillämpningsföreskrifter beträffande de kreditpolitiska medlen. Det är mot denna bakgrund rimligt och bäst förenligt med våra rättsprinciper att en besvärsrätt införs. Rättssäkerhetsskälen är enligt kommitténs uppfattning så starka att invändningarna inte kan få vara avgörande.

Riksbankens beslut enligt den föreslagna lagstiftningen är av två skilda slag. Å ena sidan har riksbanken, såsom tidigare nämnts, att fatta beslut om tillämpningen av kreditpolitiska medel. Dessa beslut är av allmän kreditpolitisk natur. Å andra sidan har riksbanken också att fatta mer specifika beslut om föreläggande av vite eller särskild avgift enligt den kreditpolitiska lagen. I detta fall rör det sig om en rättstillämpning av mer formell art.

I fråga om fördelningen av besvärsärenden mellan regeringen och regeringsrätten har en grundsats, bl. a. vid förvaltningslagens tillkomst (se prop. 1971:30 s. 88 ff), varit att ärenden i vilka rättsfrågorna normalt framstår som det väsentliga skall handläggas av förvaltningsdomstol, medan ärenden i vilka ändamålsenlighets- och lämplighetsfrågorna dominerar skall prövas av regeringen. Denna grundsats bör tillämpas även i den kreditpolitiska lagstiftningen. Enligt kommitténs uppfattning bör sålunda besvär över riksbankens beslut att förelägga vite eller bestämma särskild avgift prövas av regeringsrätten, medan besvär över riksbankens övriga beslut enligt den kreditpolitiska lagen bör avgöras av regeringen.

Besvär skall kunna föras hos regeringen mot de föreskrifter som riksbanken meddelar för tillämpningen av ett kreditpolitiskt medel. Besvären kan avse att riksbankens föreskrifter innebär en icke försvarbar särbehandling av vissa institut eller att vissa institut utan rimliga skäl undantagits från regleringen. Man kan vidare tänka sig att riksbanken

utfärdat sådana bestämmelser beträffande t. ex. kassakrav eller förräntningen av kassakvotsmedel att man i realiteten infört en reglering. Ett sådant förfarande står uppenbarligen i strid med den föreslagna lagens mening och över sådana föreskrifter borde man alltså kunna anföra besvär.

Även om en generell besvärsrätt bör föreligga beträffande riksbankens tillämpningsföreskrifter och andra beslut, är det uppenbart att klagorätten i praktiken om än inte formellt är begränsad när det gäller beslut som grundar sig på allmänna kreditpolitiska bedömningar. Beslut av regeringen om användning av visst kreditpolitiskt medel kan givetvis inte bli föremål för besvär.

De tillämpningsföreskrifter riksbanken har att fastställa med stöd av den föreslagna lagen är av sådan art, att något uppskov med verkställigheten inte kan accepteras. Någon möjlighet för kreditinstituten att fördröja genomförandet av ett kreditpolitiskt förordnande genom överklagande bör inte finnas. I lagen bör därför enligt kommitténs uppfattning intas en bestämmelse att riksbankens beslut har omedelbar verkan om ej annat beslutas.

7.7 Speciella frågor

Vid sidan av LKM regleras avbetalningskrediter i särskild form. Konsumentkreditlagen (1977:981) föreskriver att kontantinsats ska tas ut enligt god sed på marknaden, dock lägst 20 procent av köpeskillingen vid avbetalningsköp. Härutöver gäller för handeln med bilar särskilda regler enligt den s. k. bilkreditförordningen (1959:575). Enligt denna krävs f. n. en lägsta kontantinsats på 40 procent och en högsta kredittid på 18 månader (se SFS 1979:1139). Förordningen har periodvis tillämpats som en överenskommelse mellan kommerskollegium, som är tillsynsmyndighet, och Motorbranschens Riksförbund. Syftet har delvis varit av stabiliseringspolitisk art; den maximalt tillåtna kredittiden har förkortats eller förlängts ett par gånger. Sedan regleringens tillkomst har avbetalningshandeln minskat i betydelse. Enligt beräkningar gjorda inom kommerskollegium skulle idag 10–20 procent av antalet bilköp finansieras med avbetalningskrediter.

Enligt kommitténs bedömning talar övervägande skäl för att bilkreditförordningen bör avskaffas. Detta är en konsekvens av vår grundsyn att kreditpolitiken normalt bör bedrivas utan inslag av regleringar. Under de korta regleringsperioder som kan bli aktuella torde de möjligheter till reglering av alla kategorier av kreditinstitut som vårt lagförslag ger vara tillräckliga. Härigenom kommer ju indirekt även avbetalningshandeln att drabbas, eftersom bilhandlarna behöver återfinansiera sina kreditåtaganden på den reglerade kreditmarknaden. Kommerskollegium har som tillsynsmyndighet i samband med sin anslagsframställning för budgetåret 1983/84 också föreslagit att bilkreditförordningen upphör. Om detta genomförs kommer kontantinsatserna på bilområdet enbart att regleras av konsumentkreditlagens bestämmelser.

En utredning (E 1980:05) behandlar för närvarande bl. a. frågan om särskilda restriktioner för kontokortskrediter. Enligt vår uppfattning är en reglering av en särskild kreditform som kontokortskrediterna inte motiverad från kreditpolitiska utgångspunkter.

8 Specialmotivering

Som framgår av den allmänna motiveringen har kommittén funnit att de generella eller marknadskonforma kreditpolitiska medlen såsom marknadsoperationer och räntepolitik i vissa situationer behöver kompletteras med andra kreditpolitiska medel och att det även i fortsättningen behövs en kreditpolitisk lag, som anger förutsättningarna för att sådana kreditpolitiska medel skall få användas. Kommittén föreslår en ny kreditpolitisk lag som bygger på den nuvarande lagen (1974:922) om kreditpolitiska medel, särskilt beträffande den lagtekniska utformningen. Som har angetts i den allmänna motiveringen föreslås i sak flera viktiga ändringar i fråga om vilka kreditpolitiska medel som skall få användas och möjligheterna att tillämpa olika medel. I likhet med nu gällande lag föreslås den nya lagen ha karaktär av en tidsbegränsad fullmaktslag. Det innebär att lagen skall omprövas av riksdagen med jämna mellanrum och gälla för en period om förslagsvis tre år.

Vid sidan av de i lagen reglerade medlen har kreditpolitiken som framhållits i hög grad drivits genom överenskommelser och rekommendationer. Enligt kommitténs direktiv ska vi bedöma rättsläget på detta område. Vi vill här hänvisa till en utredning om riksbankens konstitutionella befogenheter, verkställd av förre justitieombudsmannen Bertil Wennergren år 1970 för riksdagens revisorers räkning (bilaga 2 till riksdagens revisorers skrivelse 1970-02-26 i deras verksamhetsberättelse för år 1969, bihang till riksdagens protokoll år 1970 2. saml. 2. band C 16). Därvid har Wennergren från offentligrättsliga utgångspunkter angivit de allmänna rättsstatliga grundsatser som riksbanken har att iakttaga i sin myndighetsutövande verksamhet. En grundsats är att makt inte får missbrukas. Den s. k. objektivitetsgrundsatsen innebär att en åtgärd inte får grundas på annat än objektivt godtagbara skäl och att lika fall skall behandlas lika. Som en tredje grundsats anger Wennergren proportionalitetsgrundsatsen, som innebär att en åtgärd med avseende på art, styrka, räckvidd och varaktighet skall stå i rimlig proportion till det resultat som åsyftas. Med tanke på att kommitténs lagförslag kan väntas minska betydelsen av överenskommelser och rekommendationer har vi inte ansett det meningsfullt att gå in på dessa rättsfrågor.

Kreditpolitiska medel enligt nuvarande lag sätts i kraft först efter förordnande av regeringen på begäran av fullmäktige i riksbanken. Som framgår av den allmänna motiveringen har kommittén övervägt att slopa kravet på regeringens förordnande och att ersätta detta med ett beslut av

riksbanksfullmäktige för att ett kreditpolitiskt medel enligt lagen skulle få tillämpas. Det är emellertid mycket diskutabelt om en sådan vidsträckt delegation från riksdagen direkt till riksbanken skulle vara i överensstämmelse med regeringsformen (8 kap. 7 och 11 §§ RF, jfr. prop. 1973:90 s. 319–320 och prop. 1974:168 s. 146–147).

Enligt 8 kap. 11 § RF kan riksdagen uppdra åt förvaltningsmyndighet under riksdagen att meddela bestämmelser i sådant ämne, t. ex. kreditpolitik, som blivit delegerat till regeringen. Sådan s. k. subdelegation förutsätts dock få omfatta endast en del av den normgivningskompetens som regeringen erhållit genom bemyndigandet. Kommittén har därför stannat för att behålla det nuvarande kravet på regeringens förordnande.

I överensstämmelse med nämnda regler i regeringsformen har den nya lagen liksom den nuvarande en klar uppdelning av befogenheterna mellan regeringen och riksbanken. Arbetsfördelningen innebär i korthet att regeringen beslutar om ett kreditpolitiskt medel skall få användas och vilka institut som omfattas. De närmare föreskrifterna som behövs för användningen av ett kreditpolitiskt medel beslutas av riksbanken. Liksom tidigare har riksbanken möjlighet att begränsa användningen, komplettera lagreglerna med närmare föreskrifter och ge olika föreskrifter för skilda institut, om det finns särskilda skäl.

Kommittén har sålunda velat undvika en detaljreglering och med hänsyn till svårigheterna att förutse alla uppkommande situationer och till de förändringar som ständigt sker på kreditmarknaden stannat för att den kreditpolitiska lagen liksom hittills bör ange endast de generella riktlinjerna för de lagreglerade kreditpolitiska medlen. Härigenom kan lagstiftningen hållas förhållandevis enkel och lättöverskådlig samtidigt som den medger en flexibilitet i tillämpningen som är nödvändig. Denna uppläggning är också i samklang med kommitténs principiella syn på kreditpolitiken och hur den bör bedrivas, dvs. i första hand med generella, marknadskonforma medel och först i speciella, svårbemästrade situationer med de lagreglerade, tidsbegränsade kreditpolitiska medlen.

En annan huvudlinje i den nya lagen är att så långt möjligt tillgodose kravet på likabehandling mellan de olika kreditinstituten, dels mellan de institut som f. n. omfattas av lagen och dels mellan dessa och de företag som hittills helt eller delvis stått utanför den kreditpolitiska regleringen. Detta tillgodoses bl. a. genom att i stort sett alla institut av kreditpolitisk betydelse kan omfattas och träffas av i princip alla kreditpolitiska medel enligt lagförslaget. Kommittén har – som framgår av den allmänna motiveringen – också försökt att tillgodose kravet på likabehandling genom en föreskrift att särbehandling får ske endast om det finns särskilda skäl, som skall redovisas i beslutet.

Lagförslaget har liksom nu gällande lag disponerats på det sättet att efter några allmänna bestämmelser behandlas de olika kreditpolitiska medlen, vart och ett under ett särskilt avsnitt. Sist följer olika avsnitt med rubrikerna uppgiftsskyldighet, särskild avgift resp. straff m. m.

8.1 Allmänna bestämmelser

1 §

Paragrafen motsvarar i huvudsak 3 § första stycket i LKM och anger lagens karaktär av fullmaktslag. Förordnande om kreditpolitiskt medel kan liksom f. n. meddelas av regeringen på begäran av riksbanksfullmäktige. Som en allmän förutsättning för ett kreditpolitiskt förordnande skall enligt förslaget, som innebär en omformulering av nuvarande krav, gälla att det är nödvändigt för att upprätthålla balans i samhällsekonomin eller uppnå de andra mål för riksbankens penningpolitiska verksamhet som riksdagen fastställt, t. ex. i samband med behandlingen av budgetproposition, regeringens finansplan eller den s. k. kompletteringspropositionen vid riksdagens årliga granskning av riksbankens verksamhetsberättelse. Detta innebär att målen i första hand bör vara av stabiliseringspolitisk art.

I LKM anges att vissa kreditpolitiska medel, s. k. extraordinära medel som utlånings- eller räntereglering samt placeringsplikt, får användas endast om synnerliga skäl föreligger. Detta krav har tagits bort som överflödigt med hänsyn till att kommitténs förslag i 4 § innebär att sådana medel får användas endast under begränsad tid och därefter måste följas av en tid utan sådant kreditpolitiskt förordnande.

2 §

Paragrafen innehåller i första stycket definitioner av de olika grupper av kreditinstitut som omfattas av lagförslaget.

Grupperna bankinstitut och försäkringsinstitut innehåller samma uppräkning av företag som i LKM. I uppräkningen av kreditinstitut har inte heller gjorts någon saklig ändring utan endast några formella redigeringar, bl. a. såvitt avser finansbolag. Som finansbolag betraktas numera enligt lag endast sådana företag som omfattas av lagen (1980:2) om finansbolag och endast sådana företag får använda beteckningen finansbolag eller finansaktiebolag i sitt firmanamn. Det kan nämnas att i gruppen kreditaktiebolag ingår bl. a. Sveriges Investeringsbank Aktiebolag.

I andra stycket har tagits in nyheten i kommitténs förslag att med kreditinstitut kan jämställas vissa bolag, företag, fonder eller annan som avses i 5 § andra stycket. Vilka som kan komma att vid tillämpningen av den kreditpolitiska lagen bli jämställda med kreditinstitut behandlas i kommentaren till 5 §.

3 §

I paragrafen, som delvis motsvarar 1 § i LKM, anges vilka kreditpolitiska medel som får användas. Lagförslaget innehåller fyra lagreglerade kreditpolitiska medel, varav endast kassakrav får användas som ett mera ordinärt instrument utan formell tidsbegränsning. Övriga medel, som är utlåningsreglering, räntereglering och det nyutformade medlet placeringskrav, anses som extraordinära medel med tidsbegränsning som framgår av 4 §.

Av de tidigare lagreglerade medlen upptar lagförslaget – som framgår av den allmänna motiveringen – inte likviditetskrav, emissionskontroll, allmän och särskild placeringsplikt. I fråga om likviditetskrav och allmän placeringsplikt kan sägas att de ersatts av placeringskrav enligt lagförslaget. Emissionskontrollen har delvis tagits in i de nya reglerna för utlåningsreglering.

4 §

I paragrafen, som delvis motsvarar 4 § andra stycket i nuvarande lag, behandlas frågan om tidsbegränsningar för de olika kreditpolitiska medlen.

Enligt första stycket kan ett förordnande om kassakrav liksom f. n. gälla tills vidare utan särskild tidsbegränsning. Som tidigare nämnts är kassakrav det enda medlet enligt lagen som får användas som ett mera ordinärt instrument vid sidan av de icke lagreglerade medlen.

I andra stycket anges att de övriga kreditpolitiska medlen får användas endast med tidsbegränsning. Förordnande om något av dessa medel, dvs. utlåningsreglering, placeringskrav och räntereglering, får gälla högst ett år liksom f. n. En förlängning av ett förordnande utöver ett år kan göras, om det är oundgängligen nödvändigt för att motverka en allvarlig obalans i samhällsekonomin. Med denna beskrivning av förutsättningarna har kommittén markerat att det skall vara utomordentliga skäl av övergripande samhällsekonomisk vikt som skall kunna motivera avsteg från den annars gällande tidsbegränsningen. Sådana skäl kan vara att det till följd av t. ex. internationell valutaoro har uppstått en sådan allvarlig påfrestning på den svenska valutareserven eller växelkursen att det kan medföra en allvarlig obalans i samhällsekonomin. Detta måste konstateras genom beslut av riksdagen på regeringens förslag efter begäran av riksbanksfullmäktige. Under tid, då riksmöte ej pågår, kan förlängning beslutas av riksdagens finansutskott. Sådant beslut av utskottet gäller för tiden till dess riksdagen kan besluta i saken.

En viktig nyhet är kravet enligt 4 § tredje stycket i lagförslaget att en tid med tillämpning av ett extraordinärt kreditpolitiskt förordnande – oavsett om detta beslutats av regeringen eller förlängts av riksdagen – skall följas av en lika lång tidsperiod, under vilken något förordnande inte får gälla vare sig i fråga om dittills tillämpat medel eller något annat tidsbegränsat medel. Denna "vita" period måste dock alltid vara minst fyra månader. Riksdagen kan givetvis besluta annat så som anges i andra stycket. Kommitténs motivering för systemet med vita perioder finns i föregående kapitel.

5 §

Här anges i första stycket att ett kreditpolitiskt förordnande kan avse ett eller flera slag av bankinstitut, försäkringsinstitut eller andra kreditinstitut. Liksom i nuvarande lag (4 § första stycket) är tanken att i ett förordnande om kreditpolitiskt medel skall anges vilka slag av institut som förordnandet omfattar. Begränsning kan ske t. ex. till bankinstitut eller finansbolag, till någon av bankinstitutsgrupperna eller finansbolag med särskild verksamhet eller viss grupp av de företag som anges i andra stycket.

Enligt andra stycket kan regeringen på begäran av riksbanksfullmäktige förordna att vissa andra företag som här anges kan jämställas med kreditinstitut vid tillämpningen av den kreditpolitiska lagen. Som kommittén angett i den allmänna motiveringen skall kreditpolitiska medel kunna omfatta också andra institut, företag eller fonder än som f. n. kan träffas av kreditpolitiska förordnanden, om de yrkesmässigt bedriver kreditgivning i större omfattning. En sådan grupp är fondkommissionsbolagen. De kan enligt fondkommissionslagen (1979:748) ge kredit mot säkerhet av sådana

värdepapper som är fondpapper. Deras rörelse och kreditgivning har ökat snabbt under senare år. Kommittén har strävat efter att i lagen få med också andra grupper av kreditgivare, bl. a. fonder av olika slag, t. ex. försäkringsfonder och de regionala utvecklingsfonderna, jämte bankirfirmor, andra låneinstitut samt stiftelser. För att ett kreditpolitiskt medel skall få full verkan är det viktigt att det kan omfatta alla sådana företag som har sin huvudsakliga näringsverksamhet inom området för kreditgivning och som alltså inte är produktionsföretag eller liknande företag. Hit bör räknas också annan som offentligen utbjuder obligationer, förlagsbevis eller andra för den allmänna rörelsen avsedda skuldebrev. Kommitténs förslag innebär att sådana kreditgivare och andra som här angetts skall kunna träffas av kreditpolitiska medel, om regeringen på begäran av riksbanksfullmäktige beslutar att de skall jämställas med kreditinstitut och omfattas av ett kreditpolitiskt förordnande.

Kommittén har också uttalat sig för att s. k. merchant banks och andra liknande företag bör omfattas av den kreditpolitiska lagen. De har f. n. ingen särskild juridisk form för sin verksamhet men kan tänkas få det t. ex. genom banklagsutredningens kommande förslag. Detsamma bör gälla utländska banker och finansföretag i den mån de kommer att tillåtas att etablera sig i Sverige i andra former än f. n. Om det blir tillåtet för utländska banker att etablera dotterbanker i Sverige kommer dessa att vara svenska rättssubjekt och alltså underkastade samma regler som svenska banker. Detta gäller redan nu för finansbolag i Sverige med utländska ägare. Om etablering av filialer för utländska banker skulle tillåtas i Sverige, bör det nya andra stycket kunna tillämpas också för dem, dvs. efter regeringens förordnande.

En allmän definition av de kreditgivare och andra som sålunda kan jämställas med kreditinstitut i kreditpolitiskt avseende har intagits i ett nytt andra stycke till 5 §. Den närmare gränsdragningen av vilka rättssubjekt som avses med ett kreditpolitiskt förordnande får ankomma på riksbanken efter regeringens förordnande om kreditpolitiskt medel och med ledning av de allmänna rekvisit som anges i lagtexten.

6 §

Första stycket motsvarar 5 § i nuvarande lag och anger riksbankens befogenhet att meddela de närmare föreskrifter som behövs för användningen av kreditpolitiskt medel. Detta är en följd av riksbankens ställning som centralbank och som närmast ansvarig för penningpolitiken och kreditpolitiska åtgärder. Liksom f. n. ger denna arbetsfördelning mellan regeringen och riksbanken förhållandevis litet inflytande åt regeringen. Efter ett kreditpolitiskt förordnande av regeringen har riksbanken befogenhet att ge medlet dess närmare utformning och reella innehåll, vilket avgör hur kraftigt den kreditpolitiska åtgärden verkar på kreditmarknaden. Det är emellertid självklart att det måste förekomma ofta återkommande diskussioner mellan regeringen och riksbanken om kreditpolitiken och att olika kreditpolitiska åtgärder från riksbankens sida sker i samråd och efter kontakter med regeringen.

I andra stycket anges riksbankens befogenhet att tillämpa ett kreditpolitiskt medel på skilda sätt mot olika företag. För att understryka att konkurrensneutralitet så långt möjligt bör eftersträvas föreslår kommittén

att det måste finnas – och därmed enligt ett nytt, tredje stycke också redovisas – särskilda skäl i beslutet för att riksbanken skall få tillämpa någon sådan särbehandling. Särskilda skäl skall gå ut på att man genom en särbehandling åstadkommer en konkurrensneutralitet i praktiken bättre än genom formellt likalydande föreskrifter. Exempel på detta har getts i föregående kapitel. Kommittén anser att det måste finnas särskilda skäl för att ge t. ex. olika regler vid tillämpningen av kreditpolitiskt medel för affärsbanker, sparbanker resp. föreningsbanker med tanke på att de olika institutsgrupperna numera har i stort sett samma rörelseregler.

8.2 Kassakrav

7 §

Paragrafen, som delvis har sin motsvarighet i 12 § LKM, anger vad som avses med kassakrav.

Kommitténs principiella synpunkter innebär bl. a. att kassakrav är det enda kreditpolitiska medel som enligt 4 § kan användas utan särskild tidsbegränsning och därmed är det enda ordinära medlet enligt lagen. Vidare skall kassakrav kunna riktas inte bara mot bankinstitut, som enligt nu gällande lag, utan också mot andra kreditinstitut och därmed jämställda enligt 2 § i lagförslaget. Kommittén anser nämligen att det kan uppstå lägen, där det kan vara befogat att påverka kassalikviditeten inte bara inom banksystemet utan också hos andra kreditgivare.

De tekniska problem som kan finnas med att tillämpa kassakrav på andra institut än bankinstituten bör enligt kommittén kunna lösas genom de flexibla former för kassakrav som föreslås och som behandlas närmare under 8 §.

En nyhet är att i kassakravet kan inräknas utöver medel på checkräkning i riksbanken också andra likvida medel som placeras på liknande sätt som riksbanken bestämmer, t. ex. i bank. Hit kan räknas t. ex. skattkammarväxlar och andra kortfristiga statspapper som kan jämställas i fråga om likviditet och för vilka det finns en marknad. Liksom tidigare kan inneliggande kassa inräknas i den mån riksbanken medger det, bl. a. för att undvika en mängd sedeltransporter med därmed förenade säkerhetsrisker. I stället fordrar riksbanken en rapportering över kassahållningen.

Det bör nämnas att bankinstituten oavsett den kreditpolitiska regleringen har att iaktta de bestämmelser om kassareserv som finns i banklagarna.

8 §

I denna paragraf anges hur kassakrav kan bestämmas. Utredningens förslag innebär flera sakliga nyheter och en ny utformning av paragrafen.

En nyhet är att kassakravet skall kunna räknas i förhållande antingen till placeringarna eller som f. n. till förbindelserna. En annan nyhet är att kravet också kan vara marginellt, dvs. avse förhållandet till ökningen eller förändringen av placeringarna eller förbindelserna i stället för som nu bara förhållandet till de totala förbindelserna, s. k. totalkvot.

Förslaget att kassakrav skall kunna ställas mot ett kreditinstituts placeringar (tillgångar) eller dess skulder har samband med att kassakrav i

fortsättningen kan gälla också andra än bankinstituten och att kommittén konsekvent eftersträvat en flexibel utformning av de lagreglerade kreditpolitiska medlen. En tillämpning av kassakrav relaterat till tillgångarna kan visserligen medföra en del tekniska problem, bl. a. i fråga om beräkningen och redovisningen av tillgångarna. Det är enligt kommitténs mening dock det enda praktiskt möjliga alternativet i fråga om ett kassakrav på t. ex. försäkringsbolagen med hänsyn till deras verksamhet.

Kassakrav bör också kunna beräknas i förhållande till inlåningen, t. ex. för bankinstituten. Riksbanken har – som följer av 9 § 5 – möjlighet att medge undantag från vad som skall räknas till placeringarna eller förbindelserna och kan därmed ge kassakravet en flexibel utformning, anpassad till olika kreditinstituts verksamhet. Kassakravet kan också begränsas till vissa placeringar eller förbindelser eller innebära olika krav för placeringar i svensk eller utländsk valuta.

I fråga om finansbolagen diskuterades ett marginellt kassakrav i förhållande till utlåningen i samband med att finansbolagen delvis fördes in under den kreditpolitiska lagen fr. o. m. den 1 juli 1980 (prop. 1979/80:159 s. 23). Därvid framhölls några fördelar med ett så utformat kassakrav, dvs. ett krav på att en viss andel av en utlåningsökning utöver en viss fastställd volym skulle bindas i inneliggande kassa eller sättas in i riksbanken. En fördel som skulle göra ett marginellt kassakrav, relaterat till utlåningen, bättre lämpat för finansbolagen ansågs vara att kassakravet skulle kunna utnyttjas för en mjuk uppbromsning av finansbolagens kreditgivning. Eftersom det i praktiken rörde sig om ett nytt kreditpolitiskt medel ville departementschefen inte utan närmare utredning förorda ett sådant marginellt kassakrav (prop. s. 24).

Kommittén har nu i 8 § andra stycket föreslagit att kassakrav skall kunna utformas som ett marginellt krav, dvs. i förhållande till förändringen av placeringarna eller förbindelserna. Med hänsyn till att kassakrav är det enda s. k. ordinära kreditpolitiska medlet enligt lagen är det viktigt att detta krav kan få en smidig och flexibel utformning och tillämpning. Kommittén har funnit att en marginell kassakvot kan vara praktiskt användbar och att riksbanken bör ha formell rätt att utforma kassakrav på olika sätt.

Liksom f. n. får en total kassakvot inte överstiga 15 %. Kommittén har däremot genom den nya ordalydelsen i fråga om marginellt kassakrav markerat att procentsatsen, om så skulle anses nödvändigt, kan sättas högre än 100 %. Ett marginellt kassakrav får dock inte resultera i en totalkvot på mer än 15 %, dvs. räknat på institutets samtliga placeringar eller förbindelser. Detta framgår av sista meningen i andra stycket.

Som framgår av ordalydelsen kan det vid tillämpningen av marginellt kassakrav bara bli fråga om krav på förändringen under en viss tidsperiod. Periodens längd bestäms av riksbanken enligt 9 § 2.

9 §

Paragrafen motsvarar 13 § i LKM och överensstämmer på de flesta punkter med denna. I den nya punkten 1 har intagits att riksbanken skall ange på vilket sätt kreditinstituts medel enligt 7 § skall placeras, dvs. på checkräkning i riksbanken eller på annat sätt. I punkt 2 har lagts till att riksbanken kan ange viss beräkningsperiod, då kassakrav skall vara uppfyllt, och i punkt 5 har

angetts att undantag kan göras från placeringarna. Detta är en följd av hur kassakravet kan utformas enligt kommitténs förslag. Som angetts i den allmänna motiveringen är avsikten dock inte därmed att kassakravet skall tillämpas selektivt. När det gäller upplåning kan man dock tänkas göra skillnad på upplåning utomlands och inom landet. På samma sätt kan man i fråga om utlåning tänkas skilja mellan utlåning inom landet och till utlandet.

8.3 Utlåningsreglering

10 §

Denna paragraf innehåller en definition av utlåningsreglering och vad som räknas som utlåning eller kan jämställas därmed. I första stycket har gjorts endast några mindre ändringar. Sålunda har "utlämnade lån" utbytts mot "disponerad utlåning", som ansetts bättre svara mot gängse språkbruk inom branschen. Beträffande leasingobjekt har borttagits begränsningen till lös egendom, vilken grundar sig på definitionen i lagen om finansbolag. Med hänsyn till kommitténs ståndpunkt att alla kreditgivare skall kunna omfattas av den kreditpolitiska lagen, också sådana som inte omfattas av finansbolagslagen, bör nämnda begränsning tas bort av formella skäl.

I ett nytt tredje stycke tas upp den nyheten att med utlåning kan jämställas obligationsemissioner och utbjudande av förlagsbevis eller andra för den allmänna rörelsen avsedda skuldebrev. Den sakliga, ekonomiska motiveringen för förslaget och slopandet av den tidigare emissionskontrollen har tagits upp i föregående kapitel.

Beskrivningen av vilka värdepapper som avses följer tidigare använda formuleringar. Den allmänna förutsättningen att det skall vara skuldebrev, avsedda för den allmänna rörelsen, innebär att det gäller skuldebrev som är avsedda för allmän omsättning. De är alltså i normala fall ställda till innehavaren eller till viss man eller order. Hit kan räknas också nya former av skuldebrev som redan finns eller som kan komma att introduceras i Sverige, t. ex.konvertibla skuldebrev eller obligationer, vinstandelsbevis och obligationer med s. k. warrants, dvs. med optionsrätt till nyteckning av aktier. Sådana skuldebrev som utges till låntagarens aktieägare och som är avsedda att senare bytas ut mot aktier är visserligen att betrakta som lån fram till konverteringen och först därefter som riskkapital. Det kan emellertid finnas skäl för riksbanken att redan från början undanta sådana konvertibla skuldebrev från utlåningsreglering.

Termen utbjudande används i lagtexten i betydelsen emittera eller ge ut på marknaden, dvs. en emissionsverksamhet eller motsvarande verksamhet som bedrivs främst av de stora affärsbankerna. Utlåningsregleringen avses alltså att träffa emissionsbankernas och andra instituts verksamhet med deras medverkan till bl. a. företagens upplåning genom offentligt utbjudande och försäljning av obligationer m. m. Utfärdaren av obligationer eller andra skuldebrev som omfattas av en utlåningsreglering, träffas således inte formellt av ett utlåningstak, om en bank eller annat institut anlitas för emissionen. Däremot kan utfärdaren i andra fall själv träffas av ett förordnande med tillämpning av 5 § andra stycket. Liksom i gällande lag

undantas riksgäldskontoret från lagen. En nyhet är att undantag också har gjorts i lagförslaget för sådana fall, där den slutlige låntagaren är kreditinstitut som omfattas av utlåningsreglering. Detta har utredningen sett som en logisk följd av att institutets utlåning är omfattad av ett förordnande om utlåningstak.

11 §
Paragrafen motsvarar 16 § i LKM och har ändrats endast på några punkter. I fråga om riksbankens rätt att ge skilda regler för utlåning av olika slag har differentieringen för olika ändamål ersatts med en rätt att skilja mellan utlåning eller garantiförbindelser avseende olika kreditslag eller för olika slags leasingobjekt. Den differentiering som kan tillåtas bör enligt kommitténs uppfattning avse t. ex. lån i utländsk valuta.

8.4 Placeringskrav

12 §
I paragrafen anges vad som avses med placeringskrav. Kravet på ett kreditinstituts prioriterade placeringar kan ställas antingen mot institutets totala placeringar eller som ett marginellt krav på så sätt att förändringen av de prioriterade placeringarna under en beräkningsperiod skall utgöra en viss procent av förändringen av de totala placeringarna.

13 §
Paragrafen motsvarar delvis 21 § i LKM och innehåller bl. a. bestämmelser om att riksbanken skall ange vilka placeringar som är prioriterade och hur underlaget för placeringskravet skall bestämmas. I två nya punkter har angetts att riksbanken också skall bestämma beräkningstidpunkt eller -period och det procenttal som skall gälla för placeringskravet.

Beskrivningen i 19 § i LKM om syftet med allmän placeringsplikt och prioriteringen av långfristig kredit åt staten eller för bostadsbyggandet har tagits bort. Kommittén har ansett det vara en onödig bindning att i lagtexten låsa fast några kreditändamål som alltid skall anses vara prioriterade. Det får ankomma på riksbanken att i enlighet med riksdagens beslut om de mål som skall gälla för riksbankens penningpolitiska verksamhet – så som anges i 1 § – ange vilka placeringar som skall anses som prioriterade vid beräkning av placeringskrav.

8.5 Räntereglering

14 §
Definitionen av räntereglering, som finns i denna paragraf, är i huvudsak densamma som i 26 § i LKM. Som en följd av att inlåningsränta inte kan regleras enligt utredningsförslaget har orden "lägsta ränta" borttagits ur definitionen. Denna föreslås avse också högsta genomsnittliga ränta, vilket är den form av räntereglering som i praktiken synes vara mest användbar. Den lämnar också ett utrymme för bankerna och andra kreditinstitut att

variera räntesatserna och kan därmed bidra till att bevara en konkurrens mellan dem.

8.6 Uppgiftsskyldighet m. m.

15 §

I första stycket anges liksom i 28 § LKM att kreditinstitut har skyldighet att efter anmodan lämna riksbanken de uppgifter som riksbanken anser nödvändiga i kreditpolitiskt syfte. Detta beskrivs så att uppgifterna skall anses nödvändiga för att bedöma om kreditpolitiskt medel behöver användas eller för att tillämpa meddelat förordnande.

En nyhet är att riksbanken enligt andra stycket får förelägga kreditinstitut eller den som jämställs därmed att vid vite fullgöra uppgiftsskyldigheten, om uppgift inte lämnats inom föreskriven tid. Kommittén har ansett att det kan behövas en sådan möjlighet med hänsyn till att kretsen uppgiftsskyldiga kan komma att utökas avsevärt genom lagförslaget.

En annan ändring är att riksbankens rätt att kräva uppgift om ränteändring viss tid i förväg har borttagits. Skyldigheten har ansetts vara utan större kreditpolitiskt intresse och därför överflödig. Vidare har borttagits en hänvisning i 28 § sista stycket LKM till lagen (1934:437) för Sveriges riksbank i fråga om skyldighet att hålla vissa uppgifter hemliga, eftersom de avsedda bestämmelserna i sistnämnda lag upphävts (SFS 1980:161) i samband med sekretesslagens ikraftträdande.

8.7 Särskild avgift

16–18 §§

Paragraferna motsvarar 29–31 §§ i LKM. Endast 17 § innebär några sakliga ändringar jämfört med tidigare. De flesta ändringarna är en följd av tidigare föreslagna ändringar i fråga om vilka kreditpolitiska medel som skall finnas kvar i lagen. En saklig ändring har gjorts i fråga om den särskilda avgiften vid kassakrav, där räntesatsen för avgiften har angetts till högst tre gånger diskontot mot f. n. två gånger. Vid utlåningsreglering har avgiften ändrats från högst tre procentenheter över riksbankens diskonto till högst tre gånger diskontot. Detsamma gäller avgiften för placeringskrav i jämförelse med allmän placeringsplikt.

Det bör anmärkas att vad lagtexten anger är de högsta möjliga avgifterna och att så höga avgifter bara bör kunna förekomma i extrema fall.

8.8 Straff m. m.

19 §

Paragrafen, som motsvarar 32 § i gällande lag, är i sak oförändrad.

20 §

Paragrafen, som handlar om talerätt, är helt ändrad i sak jämförd med 33 § i LKM. Enligt sistnämnda paragraf gäller att talan inte får föras mot riksbankens beslut. Kommittén har som framgår av den allmänna motiveringen funnit att det i linje med allmänna rättsliga principer bör införas en klagorätt mot riksbankens beslut. Såvitt avser de rättsliga sanktioner som anges i lagen, dvs. när riksbanken förelagt vite eller bestämt särskild avgift, skall talan kunna föras hos regeringsrätten, som är den högsta instansen i fråga om administrativa mål m. m. Talan förs genom besvär och prövas på samma sätt som gäller för andra liknande ärenden hos regeringsrätten enligt lagen (1971:289) om allmänna förvaltningsdomstolar. Klagorätt har den som beslutet angår, om det gått honom emot, jfr 11 § förvaltningslagen (1971:290).

Kommittén har vidare föreslagit att talan också skall kunna föras mot riksbankens beslut i övrigt enligt denna lag. Den bästa tänkbara lösningen för en överprövning i dessa frågor har kommittén funnit vara en klagorätt till regeringen. Förutsättningen är att riksbanken har fattat ett formellt beslut. Besvär skall kunna föras t. ex. mot de föreskrifter som riksbanken meddelar för tillämpningen av ett kreditpolitiskt förordnande. Klagorätt har den som omfattas av riksbankens tillämpningsföreskrifter eller andra beslut. De grunder som det ligger närmast till hands att tänka sig vid besvär hos regeringen är att riksbankens föreskrifter eller beslut innebär en särbehandling av vissa institut utan särskilda skäl eller att riksbankens tillämpning av ett kreditpolitiskt förordnande strider mot lagen eller mot regeringens förordnande. Som har angetts i den allmänna motiveringen är det uppenbart att klagorätten i praktiken, om än inte formellt, är begränsad i fråga om beslut som grundar sig på allmänna kreditpolitiska bedömningar.

En klagorätt skall givetvis inte kunna användas för att fördröja en kreditpolitisk åtgärd. Kommittén har därför i 20 § andra stycket en bestämmelse om att riksbankens beslut har omedelbar verkan om ej annat beslutas. Detta kan bestämmas antingen av riksbanken redan i samband med beslutets meddelande eller av den överprövande instansen i avvaktan på slutligt beslut sedan besvär anförts där.

8.9 Ikraftträdande m. m.

Kommittén föreslår att den nya lagen skall träda i kraft så snart som möjligt efter riksdagens beslut eller senast den 1 januari 1984, då giltighetstiden för LKM går ut enligt riksdagens senaste beslut om förlängning (SFS 1981:1334). Lagen bör gälla för en tid av tre år. Det kan vara en lämplig tid för att kunna dra nytta av erfarenheter av lagens tillämpning och för att ge tillfälle för erforderlig omprövning.

Bilaga 1 Lagtexter – jämförelse mellan lagen (1974:922) om kreditpolitiska medel och kommitténs förslag till kreditpolitisk lag

Nuvarande lydelse

Lag om kreditpolitiska medel (1974:922)

Inledande bestämmelser

1 §

Kreditpolitiska medel enligt denna lag är *likviditetskrav,* kassakrav, utlåningsreglering, *emissionskontroll,* allmän placeringsplikt, särskild placeringsplikt och räntereglering.

2 §[1]

I denna lag förstås med

1. *bankinstitut:* bankaktiebolag, sparbank och centralkassa för jordbrukskredit,

2. *försäkringsinstitut:* allmänna pensionsfonden och försäkringsföretag med svensk koncession,

3. *kreditinstitut:* bankinstitut, jordbrukskassa, kreditaktiebolag, finansbolag *enligt lagen (1980:2) om finansbolag,* försäkringsinstitut, landshypoteks- och stadshypoteksinstitutionerna och Svenska skeppshypotekskassan.

[1] Senaste lydelse SFS 1980:1085

Föreslagen lydelse

Kreditpolitisk lag

Allmänna bestämmelser

1 §

Om det *är nödvändigt* för att *upprätthålla balans i samhällsekonomin eller* uppnå de *andra* mål som *riksdagen fastställt* för riksbankens penningpolitiska verksamhet, kan regeringen på framställning av fullmäktige i riksbanken förordna att riksbanken får använda *sådant* kreditpolitiskt medel *som anges i denna lag.*

2 §

I denna lag förstås med

1. *bankinstitut:* bankaktiebolag, sparbank och centralkassa för jordbrukskredit,

2. *försäkringsinstitut:* allmänna pensionsfonden och försäkringsföretag med svensk koncession,

3. *kreditinstitut:* bankinstitut, jordbrukskassa, kreditaktiebolag, finansbolag, försäkringsinstitut, landshypoteks- och stadshypoteksinstitutionerna och Svenska skeppshypotekskassan.

Med kreditinstitut kan jämställas sådana bolag, företag, fonder eller annan som avses i 5 § andra stycket.

Nuvarande lydelse

3 §

Om det *behövs* för att uppnå de mål som *fastställts* för riksbankens penningpolitiska verksamhet, kan regeringen på framställning av fullmäktige i riksbanken förordna att riksbanken får använda kreditpolitiskt medel.

Förordnande om utlåningsreglering, placeringsplikt eller räntereglering får meddelas endast om synnerliga skäl föreligger.

4 §

Förordnande kan avse ett eller flera slag av bankinstitut, försäkringsinstitut eller *annat* kreditinstitut *och, i fråga om emissionskontroll och räntereglering, även annan.*

Förordnande om utlåningsreglering eller räntereglering *skall begränsas till viss tid,* högst ett år. Förordnande om *annat kreditpolitiskt medel* gäller tills vidare, om annat ej anges.

Föreslagen lydelse

3 §

Kreditpolitiska medel enligt denna lag är kassakrav, utlåningsreglering, *placeringskrav* och räntereglering.

4 §

Förordnande om *kassakrav* gäller tills vidare, om annat ej anges.

Förordnande om utlåningsreglering, *placeringskrav* eller räntereglering *gäller för* högst ett år. *Om det är oundgängligen nödvändigt för att motverka en allvarlig obalans i samhällsekonomin, kan regeringen på begäran av fullmäktige i riksbanken föreslå riksdagen att besluta om att tillämpningen av sådant kreditpolitiskt medel får förlängas för viss tid, dock högst ett år. Under tid då riksmöte ej pågår kan förlängning beslutas av riksdagens finansutskott för tiden till dess riksdagen kan besluta i saken.*

Har utlåningsreglering, placeringskrav eller räntereglering tillämpats under viss tid, får inget av dessa kreditpolitiska medel användas under den följande lika långa tidsperioden, dock minst fyra månader, såvida ej riksdagen eller finansutskottet enligt andra stycket beslutar annat.

5 §

Förordnande *om kreditpolitiskt medel* kan avse ett eller flera slag av bankinstitut, försäkringsinstitut eller *andra* kreditinstitut.

Regeringen kan på begäran av fullmäktige i riksbanken förordna att

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
	med kreditinstitut vid tillämpningen av denna lag skall jämställas *1. fondkommissionsbolag,* *2. andra företag, fonder eller annan som offentligen utbjuder obligationer, förlagsbevis eller andra för den allmänna rörelsen avsedda skuldebrev, eller* *3. annan som yrkesmässigt och som sin huvudsakliga verksamhet bedriver kreditgivning.*
5 § *Har förordnande om kreditpolitiskt medel givits,* meddelar riksbanken de föreskrifter som behövs för användningen av *sådant* medel.	6 § Riksbanken meddelar de föreskrifter som behövs för användningen av *kreditpolitiskt* medel. *Om särskilda skäl föreligger för sådan särbehandling,* får riksbanken 1. begränsa användningen till ett eller flera slag av institut, 2. undantaga visst institut, 3. utfärda olika föreskrifter för skilda institut. *Skälen för särbehandling enligt andra stycket skall anges i beslutet.*
6 § *I fråga om likviditetskrav, kassakrav, utlåningsreglering, placeringsplikt eller räntereglering* får riksbanken 1. begränsa användningen till ett eller flera slag av institut, 2. undantaga visst institut, *om särskilda skäl föreligger,* 3. utfärda olika föreskrifter för skilda institut.	
Likviditetskrav	
7 § *Förordnande om likviditetskrav kan avse bankinstitut.*	
8 § *Med likviditetskrav avses att bankinstituts likvida medel vid viss tidpunkt skall uppgå till ett belopp som svarar mot viss andel, högst femtio procent, av institutets förbindelser med de avdrag och undantag som riksbanken anger enligt 9 § 4 och 5.*	

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
9 §[2] *Riksbanken anger* *1. den tidpunkt då likviditetskrav skall vara uppfyllt (beräkningstidpunkt),* *2. det procenttal som skall gälla för likviditetskravet,* *3. vilka tillgångar som får räknas som likvida medel,* *4. vilka skulder som skall avdragas från summan av tillgångarna enligt 3,* *5. i vad mån undantag från förbindelserna får göras.* *Som likvida medel skall alltid räknas dels skattkammarväxlar, obligationer och andra förbindelser som utfärdats av staten dels obligationer som utfärdats av Sveriges allmänna hypoteksbank och dels sådana obligationer som utfärdats av Konungariket Sveriges stadshypotekskassa, Svenska bostadskreditkassan eller kreditaktiebolag och som avser kreditgivning för nyproduktion av bostäder eller, i den mån statligt bostadslån utgår, för annat byggande.*	
10 § *I fråga om bankaktiebolag, vars förbindelser huvudsakligen utgöres av inlåning från en särskild grupp av bankinstitut, gäller att sådan inlåning avdrages från summan av de likvida medlen endast i den mån tillgodohavande hos institut i gruppen upptagits som likvida medel.* *Beträffande bankaktiebolag på vilket första stycket äger tillämpning får riksbanken föreskriva högre procenttal än som anges i 8 §.*	
Kassakrav	**Kassakrav**
11 § *Förordnande om kassakrav kan avse bankinstitut.*	7 § Med kassakrav avses *ett krav på* att *ett visst minsta belopp av kreditin-*

[2] Senaste lydelse SFS 1979:1055

Nuvarande lydelse

12 §

Med kassakrav avses att *bankinstituts* medel, *som innestår* på checkräkning i riksbanken, *ökade med* inneliggande kassa i den mån denna enligt *13* § får medräknas, vid viss tidpunkt *skall uppgå* till ett belopp som svarar mot viss andel, högst femton procent, av *institutets* förbindelser med de undantag som riksbanken anger enligt *13 § 4.*

13 §

Riksbanken anger

1. den tidpunkt då *kassakrav* skall vara uppfyllt (beräkningstidpunkt),

2. det procenttal som skall gälla för kassakravet,

3. i vad mån inneliggande kassa får medräknas för uppfyllande av *kassakrav,*

4. i vad mån undantag från förbindelserna får göras.

Föreslagen lydelse

stituts medel *skall finnas* på checkräkning i riksbanken *eller placeras på annat sätt som riksbanken bestämmer. Med sådana placeringar kan jämställas* inneliggande kassa i den mån denna får medräknas enligt *9 §.*

8 §

Kassakrav kan bestämmas till ett belopp som vid viss tidpunkt *eller under en tidsperiod* svarar mot viss andel, högst femton procent, av *kreditinstituts placeringar eller* förbindelser med de undantag som riksbanken anger enligt *9 § 5.*

Kassakrav kan också bestämmas så att förändringen under en tidsperiod av kreditinstituts medel, placerade enligt 7 §, skall svara mot viss procent av förändringen av institutets samtliga placeringar eller förbindelser med de undantag som riksbanken anger. Därvid får kravet dock ej sättas högre än vad som följer av första stycket.

9 §

Riksbanken anger

1. på vilket sätt kreditinstituts medel enligt 7 § skall placeras,

2. den tidpunkt (beräkningstidpunkt) *eller den tidsperiod (beräkningsperiod)* då *kassakravet* skall vara uppfyllt,

3. det procenttal som skall gälla för kassakravet *och hur detta skall beräknas,*

4. i vad mån inneliggande kassa får medräknas för uppfyllande av *kassakravet,*

5. i vad mån undantag från *placeringarna eller* förbindelserna får göras.

Nuvarande lydelse

Utlåningsreglering

14 §[3]

Förordnande om utlåningsreglering kan avse bankinstitut eller finansbolag.

15 §[3]

Med utlåningsreglering avses att ett högsta belopp (maximibelopp) fastställs för

1. *utlämnade lån,*
2. *beviljade men ej utlämnade lån, eller för*
3. garantiförbindelser som är knutna till kreditgivning, eller för
4. värdet av *lös* egendom, som finansbolag för att medverka till finansiering upplåter till nyttjande (leasingobjekt) sedan ett förordnande om utlåningsreglering har trätt i kraft.

Med *lån* jämställs likvider för fordringar som finansbolag förvärvar för att medverka till finansiering.

16 §[3]

Riksbanken fastställer för en viss *tidpunkt* (beräkningstidpunkt) eller för en viss *tidsperiod* (beräkningsperiod) ett maximibelopp enligt *15* § i förhållande till *lånens* eller garantiförbindelsernas storlek eller leasingobjektens värde vid en viss tidpunkt eller på annat sätt. Därvid får riksbanken ge skilda regler för utlåning, garantiförbindelser eller leasingobjekt avseende olika *ändamål.*

Emissionskontroll

17 §[4]

Med emissionskontroll avses att obligationer, förlagsbevis eller andra för den allmänna rörelsen avsedda

Föreslagen lydelse

Utlåningsreglering

10 §

Med utlåningsreglering avses att ett högsta belopp (maximibelopp) fastställs för

1. *disponerad utlåning,*
2. *beviljad men ej disponerad utlåning,*
3. garantiförbindelser som är knutna till kreditgivning, eller för
4. värdet av egendom, som finansbolag *eller annan* för att medverka till finansiering upplåter till nyttjande (leasingobjekt) sedan ett förordnande om utlåningsreglering har trätt i kraft.

Med *utlåning* jämställs likvider för fordringar som finansbolag *eller annan* förvärvar för att medverka till finansiering.

Med utlåning kan jämställas utbjudande av obligationer, förlagsbevis eller andra för den allmänna rörelsen avsedda skuldebrev. Detta gäller ej riksgäldskontoret eller om den slutlige låntagaren är kreditinstitut som omfattas av utlåningsreglering.

11 §

Riksbanken fastställer för en viss beräkningstidpunkt eller för en viss beräkningsperiod ett maximibelopp enligt *10* § i förhållande till *utlåningens* eller garantiförbindelsernas storlek eller leasingobjektens värde vid en viss tidpunkt eller på annat sätt. Därvid får riksbanken ge skilda regler för utlåning eller garantiförbindelser avseende olika *kreditslag* eller *för olika slags* leasingobjekt.

[3] Senaste lydelse SFS 1980:522

[4] Senaste lydelse SFS 1979:1055

Nuvarande lydelse

skuldebrev ej får utan tillstånd av riksbanken utges av annan än riksgäldskontoret och att andra skuldebrev, som ej avser inlåning på räkning från allmänheten, ej får utan sådant tillstånd utges av kreditinstitut. Från emissionskontroll undantas dock obligationer som bankinstitut utger och vars löptid är högst ett år.

18 §

Riksbanken anger vilka slag av värdepapper som ej får utges utan tillstånd enligt 17 § och från vilken tidpunkt emissionskontrollen gäller.

Allmän placeringsplikt

19 §

Förordnande om allmän placeringsplikt kan meddelas för att tillgodose behovet av långfristig kredit åt staten eller för bostadsbyggandet. Sådant förordnande kan avse bankinstitut eller försäkringsinstitut.

20 §

Med *allmän placeringsplikt* avses att *ökningen under en viss tidsperiod* (beräkningsperiod) *av bankinstituts eller försäkringsinstituts* prioriterade placeringar skall utgöra *antingen* en viss andel av *ökningen* av institutets totala placeringar eller, *i fråga om bankinstitut,* en viss *andel* av *institutets totala placeringar.*

21 §

Riksbanken anger vilka placeringar som är prioriterade *och* hur underlaget för beräkningen av *placeringsplikten* skall bestämmas.

Föreslagen lydelse

Placeringskrav

12 §

Med *placeringskrav* avses att *kreditinstituts* prioriterade placeringar *vid en beräkningstidpunkt* skall utgöra en viss andel av institutets totala placeringar eller *att förändringen under en* beräkningsperiod *av sådana prioriterade placeringar skall utgöra* en viss *procent* av *förändringen* av *de* totala *placeringarna.*

13 §

Riksbanken anger

1. vilka placeringar som är prioriterade,

2. den beräkningstidpunkt eller den beräkningsperiod då placeringskravet skall vara uppfyllt,

3. det procenttal som skall gälla för placeringskravet,

4. hur underlaget för beräkningen av *placeringskravet* skall bestämmas.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
Särskild placeringsplikt	
22 § *Förordnande om särskild placeringsplikt kan meddelas för att tillgodose behovet för bostadsbyggandet av kredit under byggnadstid (byggnadskredit). Sådant förordnande kan avse bankinstitut.*	
23 § *Med särskild placeringsplikt avses skyldighet för bankinstitut att lämna byggnadskredit för särskilt angivet byggnadsföretag, för vilket statligt bostadslån utgår eller kommer att utgå och för vilket kommunal borgen föreligger.*	
24 § *Riksbanken anger vilket eller vilka bankinstitut som skall lämna byggnadskredit för visst byggnadsföretag.*	
Räntereglering	**Räntereglering**
25 §[6] *Förordnande om räntereglering kan avse andra kreditinstitut än finansbolag och, i fråga om inlåning, även annan som driver inlåning på räkning av det slag bank allmänneligen begagnar.*	
26 § Med räntereglering avses att *högsta eller lägsta ränta fastställes för inlåning eller att* högsta ränta fastställes för utlåning av pengar. Sådan reglering omfattar ej ränta som fastställts i särskild ordning eller som beräknas enligt särskilda bestämmelser. Med ränta likställes varje annan gottgörelse, som utgör ersättning vid lån av pengar.	14 § Med räntereglering avses att högsta ränta *eller högsta genomsnittliga ränta* fastställs för utlåning av pengar. Sådan reglering omfattar ej ränta som fastställts i särskild ordning eller som beräknas enligt särskilda bestämmelser. Med ränta likställs varje annan gottgörelse, som utgör ersättning vid lån av pengar.

[6] Senaste lydelse SFS 1980:522

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
27 § *Riksbanken får bestämma olika räntor för skilda slag av in- eller utlåning.*	
Uppgiftsskyldighet	**Uppgiftsskyldighet m. m.**
28 § Kreditinstitut skall efter anmodan av riksbanken lämna de uppgifter som riksbanken anser nödvändiga för att bedöma om kreditpolitiskt medel behöver användas eller för att tillämpa meddelat förordnande. *Uppgiftsskyldighet som sagts nu åligger även annan som kan omfattas av förordnande enligt 25 §.* *Riksbanken får föreskriva att uppgift om ränteändring skall lämnas senast femton dagar före ändringen.* *Om skyldighet att hålla vissa uppgifter hemliga finns bestämmelser i lagen (1934:437) för Sveriges riksbank.*	15 § Kreditinstitut skall efter anmodan av riksbanken lämna de uppgifter som riksbanken anser nödvändiga för att bedöma om kreditpolitiskt medel behöver användas eller för att tillämpa meddelat förordnande. *Har uppgift enligt första stycket ej lämnats inom föreskriven tid, får riksbanken vid vite förelägga kreditinstitutet att fullgöra uppgiftsskyldigheten.*
Särskild avgift	**Särskild avgift**
29 § Kreditinstitut *eller annan,* som åsidosätter föreskrift som meddelats med stöd av förordnande enligt denna lag, skall till statsverket erlägga särskild avgift. Fråga om särskild avgift prövas av riksbanken.	16 § Kreditinstitut, som åsidosätter föreskrift som meddelats med stöd av förordnande enligt denna lag, skall till statsverket erlägga särskild avgift. Fråga om särskild avgift prövas av riksbanken.
30 §[7] Särskild avgift skall utgöra, vid åsidosättande av föreskrift i fråga om 1. *likviditets- eller* kassakrav, ett belopp som svarar mot ränta på underskottet för tiden från föregående beräkningstidpunkt eller, om tidigare beräkning ej skett, från det föreskriften trätt i tillämpning, varvid räntesatsen för år får *i fråga om*	17 § Särskild avgift skall utgöra, vid åsidosättande av föreskrift i fråga om 1. *kassakrav,* ett belopp som svarar mot ränta på underskottet för tiden från föregående beräkningstidpunkt eller, om tidigare beräkning ej skett, från det föreskriften trätt i tillämpning *eller för beräkningsperioden,* varvid räntesatsen för år får

[7] Senaste lydelse SFS 1980:522

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
likviditetskrav överstiga riksbankens diskonto med högst tre procentenheter och i fråga om kassakrav uppgå till högst *två* gånger *diskontot,*	uppgå till högst *tre* gånger *riksbankens diskonto,*
2. utlåningsreglering, ett belopp som för tiden från föregående beräkningstidpunkt eller, om en tidigare beräkning ej skett, från det föreskriften trätt i tillämpning eller för beräkningsperioden svarar mot ränta på det belopp med vilket utlåningen, garantiförbindelserna eller leasingprojektens värde överskridit den fastställda gränsen, varvid räntesatsen för år får *med högst tre procentenheter överstiga* riksbankens diskonto,	2. utlåningsreglering, ett belopp som för tiden från föregående beräkningstidpunkt eller, om en tidigare beräkning ej skett, från det föreskriften trätt i tillämpning eller för beräkningsperioden svarar mot ränta på det belopp med vilket utlåningen, garantiförbindelserna eller leasingobjektens värde överskridit den fastställda gränsen, varvid räntesatsen för år får *uppgå till högst tre gånger* riksbankens diskonto,
3. emissionskontroll, högst två procent av hela lånesumman för varje år av den för lånet bestämda längsta löptiden,	
4. allmän placeringsplikt, ett belopp som *för beräkningsperiod* svarar mot ränta på *den del av ålagd placeringsplikt för perioden eller för perioden och tidigare beräkningsperioder sammantagna som ej uppfyllts,* varvid räntesatsen för år får *med högst tre procentenheter överstiga* riksbankens diskonto,	3. *placeringskrav,* ett belopp som svarar mot ränta på underskottet för tiden från föregående beräkningstidpunkt eller, om en tidigare beräkning ej skett, från det föreskriften trätt i tillämpning *eller för beräkningsperioden,* varvid räntesatsen för år får *uppgå till högst tre gånger* riksbankens diskonto.
5. särskild placeringsplikt, högst fem procent av den del av ålagd placeringsplikt som ej uppfyllts,	
6. räntereglering, två gånger det belopp med vilket räntan avvikit från den ränta som *skolat utgå* enligt fastställd räntesats.	4. räntereglering, två gånger det belopp med vilket räntan avvikit från den ränta som *skulle ha utgått* enligt fastställd räntesats.
Vid tillämpning av första stycket *1* får utjämning ske mellan överskott och underskott under två eller flera *perioder* och räntan beräknas på det genomsnittliga underskottet.	Vid tillämpning av första stycket 1–3 får utjämning ske mellan över- och underskott *vid olika beräkningstidpunkter eller* under två eller flera *beräkningsperioder* och räntan beräknas på det genomsnittliga underskottet.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
31 §	18 §
Föreligger särskilda skäl får *särskild avgift* nedsättas eller efterges.	Föreligger särskilda skäl får *avgiften* nedsättas eller efterges.
Straff m. m.	**Straff m. m.**
32 §	19 §
Den som uppsåtligen eller av grov oaktsamhet lämnar oriktig uppgift i samband med fullgörande av skyldighet enligt *28 § första stycket* dömes till böter, om gärningen ej är belagd med straff i brottsbalken.	Den som uppsåtligen eller av grov oaktsamhet lämnar oriktig uppgift i samband med fullgörande av skyldighet enligt *15 §* dömes till böter, om gärningen ej är belagd med straff i brottsbalken.
I ringa fall dömes ej till ansvar.	I ringa fall dömes ej till ansvar.
33 §	20 §
Mot riksbankens beslut *enligt denna lag får talan ej föras.*	Mot riksbankens beslut *att förelägga vite eller bestämma särskild avgift får talan föras genom besvär hos regeringsrätten. Talan mot riksbankens beslut i övrigt enligt denna lag får föras genom besvär hos regeringen.*
	Riksbankens beslut har omedelbar verkan om ej annat beslutas.

Övergångsbestämmelser	
(se SFS 1974:922, senaste lydelse SFS 1981:1334)	Denna lag träder i kraft den ..... och gäller till den .....

Bilaga 2 Direktiv

Departementschefen, statsrådet Bohman, anför

Kreditpolitiken är ett viktigt inslag i den ekonomiska politiken. Genom att påverka kreditströmmarnas storlek och riktning bidrar den till att stabilisera samhällsekonomins utveckling. Inom ramen för den totala tillväxten av kreditmarknaden har kreditpolitiska medel använts även för att säkerställa kreditförsörjningen till de sektorer och investeringsändamål som under skilda perioder prioriterats av statsmakterna. I Sverige liksom i många andra länder har kreditpolitiken i allt högre grad kommit till användning också för att påverka betalningsflödet över gränserna och därmed åstadkomma balans gentemot utlandet.

De kreditpolitiska medlen har efterhand utökats med instrument av olika karaktär. Till de traditionella medlen brukar räknas riksbankens diskontopolitik och operationer på värdepappersmarknaden. Genom att variera diskontot, dvs. den räntesats som riksbanken tillämpar vid utlåning till banker, kan riksbanken påverka bankernas räntesatser vid in- och utlåning. Genom marknadsoperationer i form av köp och försäljning av obligationer och skattkammarväxlar till allmänheten och kreditinstituten kan dessas likviditet och därmed också kreditmarknadens kapacitet påverkas. I Sverige har marknadsoperationerna på senare år i huvudsak tagit formen av statspappersemissioner som riksgäldskontoret genomför i samråd med riksbanken. För att förstärka de traditionella medlens effekt har dessa sedan länge kompletterats med andra kreditpolitiska instrument, t. ex. kvantifierade krav rörande bankernas kassahållning. Vissa medel har också selektiv karaktär för att tillgodose prioriterade kreditbehov.

Under 1950-talet utvecklades ett system med överenskommelser och rekommendationer om likviditetskvoter för affärsbankerna samt emissionskontroll och andra arrangemang för att begränsa kreditgivningen och tillgodose statens och bostadssektorns kreditbehov. Systemet utvecklades mot bakgrund av en beredskapslagstiftning som kunde sättas i kraft, om så bedömdes befogat. År 1962 samlades den kreditpolitiska lagstiftningen i tre lagar, lagen (1962:256) om likviditetskvot och kassakvot för vissa kreditinrättningar, lagen (1962:257) om placeringskvot för vissa kreditinrättningar och lagen (1962:258) om räntereglering och emissionskontroll. 1962 års lagstiftning ersattes i sin tur av den lag som nu gäller på området, lagen (1974:922) om kreditpolitiska medel (LKM).

LKM trädde i kraft den 1 januari 1975. Giltighetstiden begränsades till tre

år. Därefter har lagens giltighetstid förlängts två gånger, senast hösten 1978, då riksdagen beslöt förlänga giltighetstiden till utgången av år 1981 (prop. 1978/79:47, FiU 12, rskr 71).

LKM har formen av en fullmaktslag. Den ger regeringen befogenhet att på framställning av fullmäktige i riksbanken förordna att riksbanken får använda kreditpolitiskt medel. Förutsättningen för sådant förordnande är att det behövs för att uppnå de mål som har fastställts för riksbankens penningpolitiska verksamhet.

De kreditpolitiska medlen enligt lagen är likviditetskrav, kassakrav, utlåningsreglering, emissionskontroll, allmän placeringsplikt, särskild placeringsplikt och räntereglering. Av dessa är likviditetskrav, kassakrav och emissionskontroll avsedda att vara mera normala inslag i kreditpolitiken och kunna användas fortlöpande. De övriga är enligt lagen att anse som extraordinära medel och förordnande om något av dem får meddelas endast om synnerliga skäl föreligger och endast för begränsad tid.

Förordnande om kreditpolitiskt medel kan avse ett eller flera slag av bankinstitut, försäkringsinstitut eller annat kreditinstitut. Förordnande om emissionskontroll eller räntereglering kan avse även annan än kreditinstitut. I lagen räknas som bankinstitut bankaktiebolag, sparbank och centralkassa för jordbrukskredit. Med försäkringsinstitut avses AP-fonden och försäkringsföretag med svensk koncession. Kreditinstitut i lagens mening är vid sidan om bankinstituten och försäkringsinstituten jordbrukskassa, kreditaktiebolag, landshypoteks- och stadshypoteksinstitutionerna, Svenska skeppshypotekskassan och Skeppsfartens sekundärlånekassa. I en denna dag beslutad proposition föreslås att finansbolagen förs in bland kreditinstituten i lagens mening fr. o. m. den 1 juli 1980.

I korthet innebär de olika kreditpolitiska medlen följande. Med likviditetskrav avses att bankinstituts likvida medel, inkl. stats- och bostadsobligationer, skall motsvara viss andel – högst 50 % – av bankens förbindelser. Kassakrav, som liksom likviditetskrav kan riktas endast mot bankerna, betyder att bankens medel på checkräkning i riksbanken tillsammans med så stor del av inneliggande kassa som riksbanken medger skall motsvara viss andel – högst 15 % – av bankens förbindelser med de undantag riksbanken anger. Utlåningsreglering, som f. n. kan gälla bara bankinstitut, innebär att ett högsta belopp fastställs för utlåningen. Regleringen kan omfatta såväl utlämnade som beviljade men inte utlämnande lån samt garantiförbindelser. Utlåningstaket kan bestämmas som en andel av kreditvolymens storlek vid viss tidigare tidpunkt, som ett genomsnitt av utlåningen under viss tid eller på annat sätt. Emissionskontrollen hindrar att någon annan än riksgäldskontoret utan riksbankens tillstånd ger ut obligationer, förlagsbevis och andra för den allmänna rörelsen avsedda skuldebrev. Kontrollen kan omfatta också andra långfristiga skuldebrev som kreditinstitut utfärdar. Genom allmän placeringsplikt åläggs bank- eller försäkringsinstitut att se till att viss andel av den ökning deras totala placeringar undergår består av prioriterade placeringar, dvs. lån åt staten och lån för bostadsändamål. Med särskild placeringsplikt avses skyldighet för bank att lämna byggnadskredit för särskilt angivet byggnadsprojekt. Det skall vara fråga om projekt för vilket det utgår eller kommer att utgå statligt bostadslån. Räntereglering slutligen innebär att högsta eller lägsta ränta fastställs för inlåning eller att högsta ränta fastställs för utlåning.

Om regeringen har meddelat förordnande om kreditpolitiskt medel ankommer det på riksbanken att svara för de föreskrifter som behövs för användningen. Riksbanken får begränsa användningen av kreditpolitiskt medel till ett eller flera slag av institut, undanta visst institut, om särskilda skäl föreligger, och utfärda olika föreskrifter för skilda institut.

Regeringen har förordnat om likviditetskrav och kassakrav, som fortfarande gäller, samt vid ett tillfälle om utlåningsreglering, som gällde sex månader. I fråga om övriga medel har förordnanden inte meddelats utan riksbanken har i stället styrt utvecklingen genom rekommendationer till berörda kreditinstitut och överenskommelser med dessa. I förarbetena till lagen framhålls att den kreditpolitiska lagstiftningen bör sättas i tillämpning först om behövlig restriktivitet inte har kunnat nås genom rekommendationer och överenskommelser (prop. 1974:168 s. 142).

Emissionskontroll har på motsvarande sätt fortlöpande utövats genom att bankerna har åtagit sig att inte delta i emissioner av obligationer och förlagslån utan att riksbanken har meddelat att den inte har något att erinra. Riksbankens granskning avser lånets belopp, räntesats och övriga villkor. Riksbanken har också nyligen kommit överens med vissa kreditinstitut på fastighetsmarknaden om en begränsning av deras reversupplåning. Vid olika tillfällen har det också förekommit utlåningsreglering som har grundats på rekommendationer eller överenskommelser med bankerna.

När det gäller allmän och särskild placeringsplikt träffas sedan flera år tillbaka årliga överenskommelser mellan delegationen för bostadsfinansiering å ena sidan och bankorganisationerna och PK-banken å andra sidan. Bankerna åtar sig därvid dels att tillgodose byggnadskreditbehovet för projekt med statliga lån och för nyproduktion av bostäder utan statliga lån, dels att bidra till den slutliga bostadsfinansieringen genom att köpa bostadsobligationer till visst belopp. Riksbanken utfärdar också rekommendationer till allmänna pensionsfonden och försäkringsbolagen om förvärv av statsobligationer, bostadsobligationer m. m. På räntepolitikens område har riksbanken bl. a. genom överenskommelser och rekommendationer styrt bankernas och kapitalmarknadsinstitutens räntesättning.

I flera remissyttranden över riksbanksfullmäktiges senaste framställning om förlängd giltighet av LKM framfördes kritiska synpunkter på lagen och dess tillämpning, bl. a. från bankernas organisationer. De föreslog att lagen och riksbankens tillämpning skulle ändras i flera avseenden. Riksbankens allmänna kreditpolitik borde enligt bankorganisationerna ges sådan inriktning att behovet minskar av att utnyttja sådana tvångsmedel för styrning av kapitalströmmarna som utlåningsreglering, emissionskontroll och räntereglering. Vidare hävdades att varje av riksbanken påfordrad rekommendation, överenskommelse eller annan åtgärd från riksbankens sida, avseende sådana medel som regleras i LKM, måste överensstämma med syftet med LKM och kunna rymmas inom ramen för en direkt tillämpning av lagen.

För egen del vill jag framhålla följande. Den svenska ekonomin kan beskrivas som en ramstyrd marknadsekonomi. Genom lagar och förordningar fastställer statsmakterna ramar inom vilka producenter och konsumenter har att verka. Inom dessa får företagen konkurrera och de enskilda människorna fritt träffa sitt konsumtionsval. Sverige har en öppen ekonomi, som i förhållande till sin storlek har ett mycket omfattande utbyte av varor

och tjänster med utlandet. Genom att i frihandelns form delta i det internationella handelsutbytet kan vi tillgodogöra oss de välfärdsvinster som specialiseringen möjliggör samtidigt som en betydande konkurrens råder på den svenska hemmamarknaden. Detta kommer konsumenterna till godo. Genom att i princip förlita sig på marknadsmekanismen kan man få den omfattning och inriktning av produktionen som svarar mot konsumenternas önskemål. Marknadsekonomin kännetecknas vidare av ett decentraliserat beslutsfattande, jämförelsevis ringa byråkrati och, inte minst viktigt, stor anpassningsförmåga till ändrade förutsättningar.

Av olika skäl – sociala, försörjningspolitiska eller skäl av annan art – har statsmakterna emellertid på vissa områden ansett det befogat att ingripa med mer eller mindre långtgående detaljregleringar. Genom olika ingrepp har utbud, efterfrågan och pris på vissa marknader påverkats eller styrts i större eller mindre grad.

Kreditmarknaden i Sverige har under efterkrigstiden kännetecknats av en i det närmaste permanent brist på jämvikt. Ersättningen till spararna har varit lägre än vad som skulle ha varit fallet på en marknad med fri räntesättning och efterfrågan på krediter har varit större än på en sådan marknad. De räntepolitiska målen har krävt att kontrollen av den totala kreditvolymen i allmänhet fått genomföras med andra medel än räntevariationer. Genom olika regleringar har främst finansieringen av bostadsbyggandet och statens upplåning prioriterats. Även investeringar i den konkurrensutsatta industrin, kraftverken m. m. har beretts särskilt utrymme på kreditmarknaden. På den s. k. organiserade kreditmarknaden har den totala kreditgivningen till dessa och andra ändamål begränsats till en volym som synts förenlig med balans mellan produktionskapacitet och efterfrågan och med målen för valutapolitiken.

Jag anser att tiden nu är mogen för att granska den förda kreditpolitiken och dess effekter i stabiliserings-, resurs- och inkomstfördelningsmässiga hänseenden samt att förutsättningslöst se över kreditpolitikens mål och medel och den kreditpolitiska lagstiftningens ändamålsenlighet.

För en sådan översyn talar även det förhållandet att den samhällsekonomiska situationen nu är en helt annan än den som rådde när LKM antogs år 1974. Den balansrubbning som därefter har inträffat yttrar sig bl. a. i en högre inflationstakt och underskott i bytesbalansen. Bytesbalansunderskotten har framtvingat en betydande upplåning utomlands samtidigt som den växande utrikeshandeln gett upphov till en omfattande kommersiell kreditgivning i båda riktningarna mellan Sverige och utlandet. Variationer i handelskrediterna beror inte enbart på handelns utveckling utan också på kreditmarknadsläget här hemma jämfört med i utlandet. Härigenom har vårt beroende av de internationella kreditmarknaderna ökat väsentligt.

Inom landet återspeglas balansrubbningen också i den kraftiga ökningen av statens årliga budgetunderskott från betydligt mindre än 10 miljarder kr. under 1970-talets första hälft till den nuvarande nivån på mer än 50 miljarder kr. Finansieringen av underskott av denna storleksordning ställer speciella krav på kreditpolitiken och låneinstrumentens utformning samtidigt som underskotten som sådana hotar att förstärka balansbristen i samhällsekonomin genom sin likviditetsskapande effekt.

Förutsättningarna för kreditpolitiken har således ändrats framför allt till

följd av det växande beroendet av utländska kreditmarknader och behovet av statlig budgetfinansiering. Dessa förhållanden kan också väntas få långsiktiga effekter på kreditsystemets, i synnerhet banksystemets, struktur och funktionssätt.

Med hänsyn till vad jag nu har anfört bör en kommitté tillsättas för översyn av kreditpolitiken.

De centrala målen för den ekonomiska politiken är att uppnå full sysselsättning, god tillväxt, låg inflationstakt, jämvikt i de utrikes betalningarna, regional balans och en rättvis inkomstfördelning. Kreditpolitiken utgör ett viktigt medel för att nå dessa övergripande mål. Kreditpolitiken kan också ses som ett medel att uppnå syften av mer speciell karaktär exempelvis att underlätta bostadsbyggandet, finansiera det statliga budgetunderskottet, främja vissa regionalpolitiska målsättningar eller underlätta de mindre och medelstora företagens verksamhet. Såvitt gäller de mindre och medelstora företagen bör kommittén samråda med den utredning om deras finansiella situation som föreslås bli tillsatt inom kort.

Kommittén bör vid utvärderingen av den hittills förda kreditpolitiken undersöka dels i vad mån de uppställda målen nåtts, dels i vad mån negativa biverkningar uppkommit. Det är också angeläget att kommittén beaktar erfarenheterna i länder som kan jämföras med Sverige och där kredit- och penningpolitiken getts en delvis ny roll under senare år.

Kommitténs huvuduppgift bör vara att lägga fram förslag om hur kredit- och penningpolitiken bör utformas inför den samhällsekonomiska utveckling som kan förutses. Förslagen bör ta hänsyn till den flexibilitet i politiken som krävs för att möta olika tänkbara situationer.

Mot bakgrund av de fördelar en fri kreditmarknad har bör en allmän strävan vara att i möjligaste mån avreglera kreditmarknaden. En nackdel med relativt långtgående regleringar av kreditmarknaden är att den information om utbud och efterfrågan som i en marknadshushållning normalt förmedlas via prisbildningen så småningom går förlorad. Härtill kommer kostnaden för att kreditmarknaden på sikt riskerar att stelna i ett oföränderligt mönster och att marknadens förmåga att tillgodose nya kreditbehov reduceras. Detta motverkar en dynamisk utveckling av kreditmarknaden och förkväver nya initiativ.

Kommittén bör med hänsyn till de svårigheter som är förknippade med en övergång till en fri kreditmarknad ange två huvudalternativ.

I det ena förutsätts att detaljreglering kan undvaras och att kreditpolitiken bedrivs med generellt verkande, marknadsanpassande medel. Kommittén bör således noggrant pröva förutsättningarna för att kreditpolitiken normalt skall förlita sig på generella medel, såsom diskontopolitik, marknadsoperationer, statsskuldspolitik och kassakvoter.

I det andra huvudalternativet förutsätts att en kreditpolitisk reglering måste bevaras. Kommittén bör då undersöka vilka förändringar som bör göras i det gällande regleringssystemet.

De båda alternativen bör granskas mot bakgrund av följande problem.

Kommittén bör studera utformningen och effekterna av en kreditpolitik som bedrivs med generellt verkande medel. Det är rimligt att anta att en sådan inriktning av kreditpolitiken ger möjlighet för riksbanken att reglera antingen penningmängd och total kreditvolym, å ena sidan, eller räntenivån,

å andra sidan. Det förefaller lämpligt att skilja mellan mera grundläggande institutionella eller ekonomiskt-politiska faktorer, å ena sidan, och förekomsten av i princip tillfälliga balansrubbningar, å andra sidan.

En fråga när det gäller marknadsalternativet är om den kombination som Sverige f. n. har av höga marginalskatter och hög inflationstakt innebär att låntagare med höga skatter skulle driva upp räntorna så att företagen får svårt att konkurrera om tillgängliga medel. Kommittén bör belysa denna fråga och dess kvantitativa betydelse. Om inflationen nedbringas och/eller skattesystemet ändras så att de snedvridande effekterna reduceras ökas möjligheterna att bedriva kreditpolitik med generellt verkande medel.

Skattereglerna är i viktiga avseenden föremål för olika utredningar. Realbeskattningsutredningen (B 1978:07) har sålunda i uppdrag att belysa konsekvenserna av en real beskattning av räntor och kapitalvinster m.m. Kapitalvinstkommittén (B 1979:05) skall se över dubbelbeskattningen av aktieutdelningar och aktievinstbeskattningen av lös egendom. Vidare avses frågan om avdrag för underskott vid inkomsttaxeringen bli föremål för en särskild översyn. Kommittén bör samråda med dessa och andra utredningar på skatteområdet och överväga möjligheterna att eliminera de svårigheter som skatteförhållandena reser för en väl fungerande kreditmarknad.

Det ligger i sakens natur att en penning- och kreditpolitik som arbetar med marknadsanpassade medel inte ger upphov till kreditregleringens nämnda negativa återverkningar. Å andra sidan kan en konflikt uppkomma mellan strävan att kontrollera penningmängden och önskemål rörande räntenivån.

När de två typerna av kreditpolitik jämförs bör bl.a. de senaste årens penningteoretiska forskning beaktas. Enligt denna kan de selektiva kreditpolitiska medlen inte ersätta de generella medlen som tar sikte på att kontrollera den allmänna penningtillgången. En åtstramning av kreditmarknaden med hjälp av selektiva medel resulterar i framväxten av en icke organiserad ("grå") kreditmarknad. Att så är fallet styrks av svenska erfarenheter under senare år. Man har vidare funnit att de selektiva medlen kan användas som ett komplement till de generella medlen men att det bör ske endast under kortare perioder främst på grund av de selektiva ingreppens negativa effekter på resursfördelningen, vilka tilltar ju längre dessa medel används.

Utländska undersökningar tyder även på att kreditpolitiken verkar med en påtaglig fördröjning och att en omläggning av politiken får effekter på sysselsättning, inflation och betalningsbalans först ett à två år i efterhand. Möjligheten att driva penningpolitik på kort sikt med någon högre grad av precision blir då begränsad. Dessa erfarenheter talar för att man bör inrikta sig på att undvika en politik med stora kastningar mellan expansion och åtstramning.

På senare år har man också i olika länder använt sig av förhandsbesked angående den planerade penningpolitiken i syfte att påverka inflationsförväntningarna.

Kommittén bör undersöka i vad mån man för Sveriges del kan tillgodogöra sig framkomna forskningsresultat och erfarenheter från de länder där nya former av penningpolitik tillämpats under senare år.

Ett annat slag av faktorer som måste påverka bedömningen av kreditpo-

litikens utformning är arten och graden av de balansbrister som kännetecknar den samhällsekonomiska situationen. Statsskuldpolitiken ställs inför de svårförenliga målen att undvika en överdriven likviditetsökning i ekonomin och att undvika att näringslivets investeringar trängs undan genom en hög räntenivå eller andra finansieringssvårigheter. Det är uppenbart att dagens statsfinansiering ställer särskilda krav på kreditpolitikens instrument och verkningsmöjligheter. Kommittén bör lägga fram förslag om lämpliga finansieringsformer med hänsyn härtill.

De växande underskotten i våra löpande betalningar med utlandet är en annan balansrubbning som uppstått sedan lagen om kreditpolitiska medel infördes. Det står klart att behovet av fortlöpande upplåning i utlandet och av att balansera de kapitalströmmar som kan uppstå vid en stor stock utestående lån i utlandet skärper kraven på en fortlöpande anpassning av den svenska räntenivån och likviditetssituationen, oavsett om man förlitar sig på hittills tillämpade kreditpolitiska metoder eller går över till en mera generell politik som tar sikte på att kontrollera den inhemska penningmängden.

Jag vill här understryka, att även bortsett från balansbristen i vår utrikesekonomi, den ökade internationaliseringen av den svenska kreditmarknaden, som bl.a. den stora utlandsupplåningen medfört, har stora effekter på vår penningpolitiska handlingsfrihet. Å andra sidan har möjligheterna till utlandsupplåning betydelse för de svenska företagens konkurrenskraft. Bankernas förmåga att konkurrera med utländska kreditgivare har stärkts till följd av de tillstånd till utlandsupplåning de har fått. För exportföretagen har möjligheterna att lämna exportkrediter och finansiera sig i utlandet främjat avsättningen av varor. Det nu sagda bör beaktas när kommittén bedömer konsekvenserna av utlandsupplåningen.

Kommittén bör beakta sambandet mellan valutapolitik, valutakontroll och den svenska kreditpolitiken. Valutaregleringens framtida ställning som ekonomiskt-politiskt instrument blir närmast en del av den kreditpolitiska strategin. Kommittén bör arbeta i nära samråd med valutakommittén (E 1977:85) som har i uppdrag att se över valutaregleringen.

Med de tilltagande anspråk som ställs och i framtiden kommer att ställas på obligationsmarknaden på grund av framför allt de mycket stora finansieringsbehov som staten, bostads- och energisektorerna samt industrin har, är det också angeläget, oavsett den principiella inriktningen av kreditpolitiken, att undersöka vilka möjligheter det finns att bredda obligationsmarknaden. Det är inte bara stora finansieringsbehov som kommer att riktas mot obligationsmarknaden utan kravet på en större flexibilitet vad gäller lånevillkor kommer troligtvis också att öka. Kravet på en breddning av obligationsmarknaden och kravet på ökad flexibilitet bör förutsättningslöst analyseras av kommittén. Olika sätt att göra obligationer till intressanta placeringsformer för företag och hushåll bör utredas.

Närmast med anknytning till det andra huvudalternativet – fortsatt mer eller mindre omfattande reglering – finns det dessutom anledning att granska ett antal frågor.

Kreditvolymen på den organiserade marknaden är lättare att kontrollera med hjälp av riktlinjer för kreditinstitutens utlåning än med räntevariationer eller marknadsoperationer. Som jag redan nämnt gynnar den selektiva åtstramningspolitiken uppkomsten av en grå kreditmarknad. Mycket talar

för att kreditgivningen på denna marknad motverkar regleringen i den meningen att den avsedda effekten minskar eller uteblir. Vid en åtstramning av bankernas utlåning tenderar den grå marknaden att växa tills räntan ökat så att jämvikt nås mellan utbud och efterfrågan på kredit.

Lättnader i restriktionerna för bankernas kreditgivning i syfte att åstadkomma en kreditexpansion kan på motsvarande sätt resultera i att banklånen i första hand tas i anspråk för att lyfta av utestående lån på den grå marknaden. Därigenom försvagas den avsedda expansionen. Om skillnaderna i ränta, löptid etc. på den organiserade och den grå marknaden är mer betydande kan sådana överströmningar antas bli omfattande. Kommittén bör söka uppskatta vad olika kreditpolitiska medel betyder för möjligheterna att genom reglering av kreditvolymen påverka den reala efterfrågan. Regeringen har i prop. 1979/80:159 föreslagit att utlåningsreglering och emissionskontroll skall kunna tillämpas på finansbolagen. Som anfördes i propositionen bör det emellertid vara en uppgift för kommittén att förutsättningslöst överväga i vad mån kreditpolitiska medel behöver användas mot finansbolag eller företag utanför den kontrollerade kreditmarknaden.

Kommittén bör vidare utvärdera tillämpade metoder för kreditprioritering. Dessa kan ses som medel att genomföra statsmakternas beslut på olika områden. Bostadsbyggandet är ett sådant exempel på det allmännas reala investeringsplanering som genomförs med bl.a. kreditpolitiska insatser. Kreditprioritering kommer i fråga först då räntenivån inte tillåts anpassa sig till efterfrågan och en ransonering av kreditutbudet måste göras. En annan metod som delvis används sedan år 1975 är att låta kapitalmarknadsräntan närma sig jämviktsnivå och subventionera kreditkostnaderna för de prioriterade ändamålen. Kommittén bör i jämförande syfte utvärdera dessa två metoder i renodlad form.

Det är angeläget att konkurrensförhållandena mellan instituten på den svenska kreditmarknaden påverkas i så liten grad som möjligt av kreditpolitiken. Kommittén bör redovisa vilka verkningar dess förslag får i detta hänseende.

Som tidigare nämnts har det framförts kritik mot det system av rekommendationer och överenskommelser mellan riksbanken och kreditinstituten som förekommer utan att LKM formellt har satts i tillämpning. Det har bl.a. hävdats att varje rekommendation eller överenskommelse som riksbanken påfordrar – och som avser sådana kreditpolitiska medel som regleras i LKM – måste överensstämma med syftet med LKM och kunna rymmas inom ramen för en direkt tillämpning av lagen. Kommittén bör överväga om den tillämpade ordningen är lämplig samt efter en analys av rättsläget bedöma de kritiska synpunkter som framförts mot rådande praxis. Kommittén bör också undersöka om man för Sveriges del kan tillgodogöra sig erfarenheter av de informella metoder som används av centralbanker i andra länder i syfte att påverka kreditmarknaden.

Härutöver finns det anledning att ta upp en del frågor om ändring i LKM. En sådan översyn bör göras, även om en övergång till en kreditpolitik som verkar genom generella medel skulle föreslås. Det kan nämligen också i sådant fall finnas behov av en fullmaktslag av LKM:s typ som under vissa speciella förutsättningar kan sättas i kraft.

När frågan om förlängd giltighet av LKM för ytterligare tre år behandlades, hävdades det från flera håll att emissionskontrollen som enligt LKM är ett ordinärt kreditpolitiskt medel, i stället bör betraktas som ett extraordinärt medel. En sådan ändring skulle kunna få till följd att riksbankens emissionskontroll, som har utövats oavbrutet sedan början av 1950-talet, i fortsättningen utnyttjas endast i begränsad omfattning. I propositionen om den svenska kapitalmarknaden (prop. 1978/79:165) har frågan om behovet av emissionskontroll berörts. Slutsatsen är där att förutsättningarna för att slopa kontrollen är små, så länge vi inte har kommit till rätta med olika faktorers snedvridande effekter. Även den särskilda näringspolitiska delegationen har i betänkandet (Ds Ju 1979:1) Vägar till ökad välfärd behandlat frågan om behovet av emissionskontroll. Delegationen (majoriteten) redovisar motsatta synpunkter. Kommittén bör därför pröva förutsättningarna för användningen av emissionskontroll.

Det kan enligt vad som anfördes i prop. 1978/79:47 sättas i fråga, om reglerna om särskild placeringsplikt f.n. har den bästa utformningen för att nå en snabb och smidig fördelning av byggnadsprojekten när det finns behov av ett ingripande från regeringens och riksbankens sida. Delegationen för bostadsfinansiering har föreslagit att reglerna om förutsättningarna för ett förordnande om särskild placeringsplikt skall förtydligas. Vidare bör enligt delegationens mening särskild placeringsplikt kunna tillämpas för projekt, där statligt bostadslån utgår, inte bara när kommunal borgen föreligger utan också så snart det finns annan säkerhet som är godtagbar i banklagens mening. Kommittén bör vid behov med förtur överväga dessa frågor. Dock bör, såsom framhållits vid de nuvarande reglernas tillkomst, beaktas att ett kreditinstitut aldrig bör tvingas att i strid med banklagstiftningen godta en säkerhet som det inte finner betryggande.

När det gäller de kreditpolitiska medlen i övrigt enligt LKM bör kommittén överväga om de är ändamålsenligt utformade och om det finns behov av nya medel i lagen samt lägga fram de förslag övervägandena kan föranleda. Jag vill erinra om att jag berör frågan om ett nytt kreditpolitiskt medel – marginellt kassakrav – i den proposition i vilken vissa kreditpolitiska medel föreslås kunna tillämpas på finansbolagen men att jag förklarar mig inte vara beredd att förorda ett sådant medel utan närmare utredning (prop. 1979/80:159). Kommittén bör utreda möjligheten att införa ett sådant kassakrav.

Enligt LKM saknas rätt att anföra besvär över riksbanksfullmäktiges beslut i kreditpolitiska frågor. I lagstiftningsärendet år 1974 avvisades en sådan rätt bl.a. under hänvisning till konstitutionella skäl. Enligt min mening kan det av rättsäkerhetsskäl finnas anledning att på nytt överväga frågan om besvärsrätt. Om en rätt att föra besvär hos regeringen skulle anses utesluten, bör prövas huruvida en begränsad rätt att föra talan inför någon annan instans, i första hand regeringsrätten, är tänkbar när det gäller vissa slag av ärenden, t.ex. om straffavgifter enligt LKM. Kommittén bör därför ta upp frågan om besvärsrätt till nytt övervägande.

Vid sidan av LKM finns viss lagstiftning som har kreditpolitiskt syfte. Med stöd av lagen (1975:90) med bemyndigande att meddela föreskrifter om betalningsvillkor vid yrkesmässig försäljning av bilar har regeringen meddelat föreskrifter om lägsta kontantinsats och längsta kredittid vid försäljning

av bilar på kredit (senast i SFS 1979:1139). På regeringens uppdrag utreder kommerskollegium tillämpningen av nämnda förordning främst i fråga om gränsdragningen mellan bilförsäljning och biluthyrning. I den nyss nämnda propositionen, enligt vilken vissa kreditpolitiska medel skall kunna tillämpas på finansbolagen, föreslås också att riksdagen genom en lag bemyndigar regeringen att meddela föreskrifter om betalningsvillkor vid kontoköp. Härigenom kommer regeringen att kunna meddela föreskrifter liknande dem som har meddelats för bilhandeln också för den handel som sker med utnyttjande av kontokort. Kommittén bör undersöka möjligheterna att ersätta sådana speciella bemyndiganden med generella bestämmelser i LKM som tillgodoser motsvarande ändamål. I fråga om kontokortshandeln bör kommittén samråda med den kommitté för översyn av kontokortsverksamheten, som regeringen denna dag beslutar tillkalla.

Kommittén bör vara oförhindrad att behandla även andra frågor rörande kreditpolitiken än dem jag här har berört.

Kommitténs uppdrag är som framgått omfattande. Som en grund för dess ställningstaganden krävs dels en kartläggning av vilka mål man önskat nå med de olika i Sverige under senare år använda kreditpolitiska medlen dels en analys av de faktiska verkningarna i olika hänseenden. Av grundläggande betydelse är vidare en genomgång av erfarenheterna i andra jämförbara länder av olika former av kreditpolitik samt en redovisning av den penningteoretiska forskningens ståndpunkter i här aktuella avseenden.

Detta kartläggnings- och analysarbete är till en del av forsknings- och expertkaraktär. Kommitténs uppgift blir därför i en första etapp att initiera nödvändiga projekt och avrapportera dessa. Kommittén kan därvid också finns det motiverat att framlägga delförslag inom utredningsområdet.

Utredningsarbetet bör bedrivas skyndsamt. Det ankommer därför på kommittén att definiera utlagda uppdrag på ett sådant sätt att resultaten kan framläggas inom en begränsad tid.

Med hänvisning till vad jag nu har anfört hemställer jag att regeringen bemyndigar chefen för ekonomidepartementet

att tillkalla en kommitté med högst tre ledamöter med uppdrag att se över kreditpolitiken och den därtill hörande lagstiftningen i enlighet med vad jag har anfört i det föregående,

att utse en av ledamöterna att vara ordförande,

att besluta om sakkunniga, experter, sekreterare och annat biträde åt kommittén.

Vidare hemställer jag att regeringen föreskriver att kostnaderna skall belasta sjunde huvudtitelns kommittéanslag.

1982 11- 15

Statens offentliga utredningar 1982

Kronologisk förteckning

1. Real beskattning. B.
2. Real beskattning. Bilaga 1–3. B.
3. Real beskattning. Bilaga 4–6. B.
4. Tandvården under 80-talet. S.
5. De förtroendevalda i kommuner och landstingskommuner. Kn.
6. Sockernäringen. Jo.
7. Talböcker-utgivning och spridning. U.
8. Videoreklamfrågan. Ju.
9. Ny plan- och bygglag. Remissammanställning. Bo.
10. Sanering efter industrinedläggningar. Bo.
11. Den långsiktiga tillgången och efterfrågan på läkararbetskraft. S.
12. Statlig fondförvaltning m. m. E.
13. Kommunalföretaget. Kn.
14. Tillväxt eller stagnation. E.
15. Internationella företag i svensk industri. I.
16. Skatt på energi. B.
17. Skatt på energi. Bilagor. B.
18. Förvärvsarbete och föräldraskap. A.
19. Handikappade elever i det allmänna skolväsendet. U.
20. Kommunerna och näringslivet. Kn.
21. Ett effektivare vite. Ju.
22. Svensk amatörboxning och skadeverkningarna. Jo.
23. Fritidsboende. Bo.
24. Vidgad länsdemokrati. Kn.
25. Översyn av rättegångsbalken 1. Processen i tingsrätt. Del A. Lagtext och sammanfattning. Ju.
26. Översyn av rättegångsbalken 1. Processen i tingsrätt. Del B. Motiv m. m. Ju.
27. Svensk industri i utlandet. I
28. Löntagarna och kapitaltillväxten 9. E.
29. KOMVUX-kommunal utbildning för vuxna. U.
30. Information om arbetsmiljörisker. A.
31. Information om arbetsmiljörisker. Bilaga 1. Värdering av risker i arbetsmiljön. A.
32. Information om arbetsmiljörisker. Bilaga 2. Arbetsmiljöinformation-påverkan, behov och utbud. A.
33. Information om arbetsmiljörisker. Sammandrag. A.
34. Prisutveckling inom bostadsbyggandet och dess orsaker. Del 1. Bo.
35. Prisutveckling inom bostadsbyggandet och dess orsaker. Del 2. Bilagor. Bo.
36. Enklare föräldraförsäkring. S.
37. Kommunal planering i förändring. Kn.
38. Fakta för konsumenter. H.
39. Stöld i butik. Ju.
40. Ägarlägenheter. Ju.
41. Överklagande av kommunala beslut. Kn.
42. Utbildning för hälso- och sjukvård vid katastrofer och i krig. S.
43. Språk- och kulturstöd för invandrar- och minoritetsbarn i förskoleåldern. S.
44. Nytt bilstöd till handikappade. S.
45. Ortnamns värde och vård. U.
46. Handlingsprogram i handikappfrågor. S.
47. Löntagarna och kapitaltillväxten 10. E.
48. Försvarsmaktens personalkategorier. Fö.
49. Invandringspolitiken. A.
50. Reviderad tandvårdstaxa. S.
51. Hästavel och hästanvändning. Jo.
52. En effektivare kreditpolitik. E.

Statens offentliga utredningar 1982

Systematisk förteckning

Justitiedepartementet

Videoreklamfrågan. [8]
Ett effektivare vite. [21]
Rättegångsutredningen. 1. Översyn av rättegångsbalken 1. Processen i tingsrätt. Del A. Lagtext och sammanfattning. [25] 2. Översyn av rättegångsbalken 1. Processen i tingsrätt. Del B. Motiv m. m. [26]
Stöld i butik. [39]
Ägarlägenheter. [40]

Försvarsdepartementet

Försvarsmaktens personalkategorier. [48]

Socialdepartementet

Tandvården under 80-talet. [4]
Den långsiktiga tillgången och efterfrågan på läkararbetskraft. [11]
Enklare föräldraförsäkring. [36]
Utbildning för hälso- och sjukvård vid katastrofer och i krig. [42]
Språk- och kulturstöd för invandrar- och minoritetsbarn i förskoleåldern. [43]
Nytt bilstöd till handikappade. [44]
Handlingsprogram i handikappfrågor. [46]
Reviderad tandvårdstaxa. [50]

Ekonomidepartementet

Statlig fondförvaltning m. m. [12]
Tillväxt eller stagnation. [14]
Utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten. 1. Löntagarna och kapitaltillväxten 9. [28] 2. Löntagarna och kapitaltillväxten 10. [47]
Kreditpolitiska utredningen. 1. En effektivare kreditpolitik. [52]

Budgetdepartementet

Realbeskattningsutredningen. 1. Real beskattning. [1] 2. Real beskattning. Bilaga 1–3. [2] 3. Real beskattning. Bilaga 4–6. [3]
Energiskattekommittén. 1. Skatt på energi. [16]2. Skatt på energi. Bilagor. [17]

Utbildningsdepartementet

Talböcker-utgivning och spridning. [7]
Handikappade elever i det allmänna skolväsendet. [19]
KOMVUX-kommunal utbildning för vuxna. [29]
Ortnamns värde och vård. [45]

Jordbruksdepartementet

Sockernäringen. [6]
Svensk amatörboxning och skadeverkningarna. [22]
Hästavel och hästanvändning. [51]

Handelsdepartementet

Fakta för konsumenter. [38]

Arbetsmarknadsdepartementet

Förvärvsarbete och föräldraskap. [18]
Utredningen rörande information om risker i arbetsmiljön. 1. Information om arbetsmiljörisker. [30] 2. Information om arbetsmiljörisker. Bilaga 1. Värdering av risker i arbetsmiljön. [31] 3. Information om arbetsmiljörisker. Bilaga 2. Arbetsmiljö-information-påverkan, behov och utbud. [32] 4. Information om arbetsmiljörisker. Sammandrag. [33]
Invandringspolitiken. [49]

Bostadsdepartementet

Ny plan- och bygglag. Remissammanställning. [9]
Sanering efter industrinedläggningar. [10]
Fritidsboende. [23]
Byggprisutredningen. 1. Prisutveckling inom bostadsbyggandet och dess orsaker. Del 1. [34] 2. Prisutveckling inom bostadsbyggandet och dess orsaker. Del 2. Bilagor. [35]

Industridepartementet

Direktinvesteringskommittén. 1. Internationella företag i svensk industri. [15] 2. Svensk industri i utlandet. [27]

Kommundepartementet

De förtroendevalda i kommuner och landstingskommuner. [5]
Kommunalföretaget. [13]
Kommunerna och näringslivet. [20]
Vidgad länsdemokrati. [24]
Kommunal planering i förändring. [37]
Överklagande av kommunala beslut. [41]

Anm. Siffrorna inom klammer betecknar utredningarnas nummer i den kronologiska förteckningen.

Liber
Allmänna Förlaget

ISBN 91-38-07235-1
ISSN 0375-250X