



LUND UNIVERSITY

Penningpolitik eller kreditpolitik. Några synpunkter på svensk riksbankspolitik

Jonung, Lars

Published in:
Ekonomisk Revy

1972

Document Version:
Förlagets slutgiltiga version

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Jonung, L. (1972). Penningpolitik eller kreditpolitik. Några synpunkter på svensk riksbankspolitik. *Ekonomisk Revy*, 6, 249-258.

Total number of authors:
1

General rights

Unless other specific re-use rights are stated the following general rights apply:

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Read more about Creative commons licenses: <https://creativecommons.org/licenses/>

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

LUND UNIVERSITY

PO Box 117
221 00 Lund
+46 46-222 00 00

Penningpolitik eller kredit- politik?

Några synpunkter på
svensk riksbanks-
politik

Av Lars Jonung

Riksbankens kreditpolitiska åtgärder under den senaste konjunkturcykeln kan i korthet ges följande beskrivning. Under högkonjunkturen inriktade man sig i första hand på att påverka affärsbankernas kreditgivning till den privata sektorn. Ett system av omfattande administrativa kontroller och regleringar utnyttjades. Målsättningen var i stort att skära ner näringslivets kreditförsörjning och därigenom dämpa denna sektors aktivitet i så stor utsträckning att en önskad begränsning av den totala efterfrågan uppnåddes.

Samtidigt strävade myndigheterna efter att säkerställa bostadssektorns och den offentliga sektorns kreditbehov mer eller mindre oberoende av det ekonomiska läget.

Under den lågkonjunktur som följt den restriktiva kreditpolitiken har en snabb expansion av penningmängden och affärsbankernas utlåning till näringslivet ägt rum. På detta stadium av konjunkturcykeln har företag och industrier sökt bygga upp och förstärka sin likviditetställning bl a i syfte att bättre kunna möta den kreditransonering som förväntas följa med nästa högkonjunktur. Allteftersom den privata sektorns likviditet förstärks, tenderar produktion och sysselsättning att stiga.

Riksbankens åtstramningspolitik under 1969—1970 har blivit häftigt kritiserad. Kritikerna har bl a hävdats att denna varit alltför "hård", "drastisk" och "ryckig". Vidare har det gjorts gällande att den förda politiken ger upphov till ett reaktionsmönster från den privata sektorns sida — dvs en uppbyggnad av allt starkare likviditetsreserver som en reaktion på och en försäkring mot riksbankens åtgärder — som innebär ett behov av mer drastiska aktioner i framtiden för att uppnå en given restriktiv effekt. Enligt detta resonemang skulle riksbanken kunna hamna i en ond cirkel — varje hög-

konjunktur måste bekämpas med en ständigt mer restriktiv politik.

Denna artikel söker belysa karaktären hos riksbankens politik med utgångspunkt från en distinktion mellan kreditpolitik och penningpolitik — en distinktion som sällan uppmärksammas i svensk debatt. Vanligtvis har de bägge begreppen använts synonymt. Vidare kommer riksbankspolitiken och några av dess effekter att diskuteras mot bakgrund av riksbanksledningens val av etappmålsvariabler och indikatorer. En central tes är att kreditpolitikens ryckighet till en betydande del kan tillskrivas det faktum att riksbanken valt affärsbanksutlåningen till den privata sektorn som etappmålsvariabel. Till sist behandlas ett penningpolitiskt alternativ till den nuvarande politiken.

● Penningpolitik kontra kreditpolitik

Sedan början av 1800-talet kan två huvudlinjer, som i många avseenden utgör varandras mothypoteser, spåras inom penningteorin och penningpolitiken. Den ena skolan, som kan betecknas som den kreditpolitiska, betonar olika aspekter av banksystemets kreditgivning — tillgången på krediter, priset på krediter, de aktiviteter som kreditgivningen finansierar, villkoren kring bankutlåningen, m.m. Man är i huvudsak intresserad av bankernas tillgångssida och dennas sammansättning. Associerad med denna uppfattning är en centralbankspolitik som strävar att påverka kreditvolymen och kreditfördelningen i samhällsekonomin.

Den andra skolan, som kan beskrivas som den penningpolitiska eller den monetaristiska, framhäver betydelsen av olika monetära aggregat, såsom penningmängden (definierad som summan av allmänhetens banktillgodohavande och innehav av sedlar och mynt), banksystemets kassareserver och den monetära basen (dvs affärsbankernas ford-

ringar på centralbanken). Tonvikten kommer här att ligga på bankernas skuldsida, dvs på allmänhetens banktillgodohavande, vilka vanligtvis utgör den största komponenten av samhällets penningmängd. Den monetaristiska ståndpunkten är förbunden med centralbanksåtgärder inriktade på att influera bankernas kassareserver och allmänhetens penninginnehav. Marknadsoperationer, ändringar i diskontot och i kassakvoter utgör de främsta penningpolitiska instrumenten.

Traditionellt har ekonomer med akademisk bakgrund framhållit penningpolitikens möjligheter och ställt sig kritiska mot kreditpolitik, medan bankmän och centralbanksdirektörer i regel har omfattat den kreditpolitiska ståndpunkten.

Det bör påpekas att distinktionen mellan penningpolitik och kreditpolitik inte är entydig. Penningpolitiska åtgärder påverkar kreditvolymen och kreditpolitiska aktioner har effekter på penningmängden. I stort kan emellertid denna distinktion upprätthållas. Den visar sig också värdefull vid en analys av riksbankens politik.

Under efterkrigstiden har riksbanken som ett väsentligt moment av sin politik inriktat sig på att styra allokeringen av krediter i den svenska ekonomin. Att döma av dess aktioner har den vidare betraktat kreditvolymen — särskilt då affärsbanksutlåningen till näringslivet — som en strategisk storhet. Affärsbanksutlåningen till den privata sektorn har utgjort en central etappmålsvariabel, dvs riksbanken har tillskrivit ändringar i denna ett avgörande inflytande på den samhällsekonomiska balansen — inflationstakten, sysselsättningen och valutareserven — och därför sökt påverka bankernas kreditgivning. Dessutom kan det hävdas att riksbanken har använt ändringar i bankutlåningen som en indikator på effekterna av sina åtgärder. En nedgång i denna kreditvolym har tolkats som ett tecken på en

restriktiv politik, en uppgång som en signal på en expansiv politik.

Mot bakgrund av denna diskussion torde det vara befogat att beskriva den politik som riksbanken fört under 1950- och 1960-talen som en centralbanksstrategi där tonvikten legat på kreditpolitiska åtgärder eller kort som en kreditpolitik. Detta resonemang innebär emellertid inte att penningpolitiska instrument som marknadsoperationer och diskontoändringar har nonchalerats eller lämnats utan avseende, snarare har penningpolitik i den traditionella bemärkelsen tilldelats något av en andrahandsroll. Detta har särskilt varit fallet under perioder av drastisk åtstrammingspolitik som 1955—56 och 1969—1970. Det bör påpekas att de stabiliseringspolitiska myndigheterna i officiella uttalanden och deklARATIONER har visat föga intresse för begreppet penningmängd. (Därmed inte sagt att riksbanken i sin verkliga politik helt negligerat utvecklingen av denna storhet eller närbesläktade begrepp.)

Några andra skillnader mellan kreditpolitik och penningpolitik förtjänar att uppmärksammas. Traditionell penningpolitik kan beskrivas som "generell," "indirekt" och dessutom som "marknadsorienterad" i den bemärkelsen att de penningpolitiska instrumenten arbetar med ett minimalt inslag av ingrepp på olika finansiella marknader. I stort tillåts marknadsincitament att samordna de ekonomiska agenternas verksamhet. Kreditpolitik å andra sidan — som den utformats i Sverige och många västeuropeiska länder — kan karaktäriseras som "selektiv", "direkt" och "ickemarknadsorienterad". De ekonomisk-politiska myndigheterna har valt att prioritera vissa samhällssektorer genom att direkt söka styra kreditflödet med kontroller och administrativa beslut. Marknadsmekanismen har i många fall ersatts av en byråkratisk process. Kreditpolitik har således blivit associerad med ett betydande element av interventionism.

Vid några tillfällen har de kreditpolitiska myndigheterna helt enkelt förhindrat kreditmarknaden att fullfölja sin kreditförmedlande uppgift — i syfte att uppnå en restriktiv effekt.

Vanligtvis betraktar man penningpolitiken som en del av stabiliseringspolitiken. Kreditpolitik däremot kan inte enbart analyseras med utgångspunkt från stabiliseringspolitiska målsättningar, eftersom hänsyn till resursallokeringen och inkomstfördelningen är avgörande vid utformningen av kreditpolitiken. När riksbanken måste beakta sådana aspekter förutom den stabiliseringspolitiska finns det en risk att konjunkturperspektivet skjuts åt sidan.

● Några orsaker till den kreditpolitiska inriktningen

Det finns flera faktorer som kan förklara varför riksbanken kommit att förlita sig på kreditpolitik. I detta sammanhang bör 40-talets och 50-talets lågräntedoktrin nämnas. Den innebar att myndigheterna sökte etablera en räntenivå som låg under den räntesats som gav marknadsvikt. Man ansåg att "hög" räntor inte var önskvärda av flera skäl, bl a hävdades att höga räntor skulle ofördelaktigt påverka bostadsbyggandet och hyresläget. Eftersom riksbanken strävade att hålla räntan nere, avhände man sig möjligheten att använda förändringar i priset på kredit, dvs räntan, som ett stabiliseringspolitiskt medel. I konsekvens med detta kom riksbanken att stödja sig på en kvantitetsransonering av kreditvolymen och därmed en kreditprioritering istället för att utnyttja en prisanonering, dvs variationer i räntenivån. Lågräntedoktrinen i den extrema formen övergavs i slutet av 1950-talet, men fortfarande har riksbanken målsättningen att upprätthålla "låga" räntor. Det är värt att påpekas att om man tar hänsyn till inflationsförväntningar och skattesystemets ut-

formning så är den svenska räntenivån för närvarande låg — lägre än de räntesatser som en oreglerad kreditmarknad skulle ge upphov till. (Resonemanget kan belysas med ett exempel. Ränteutgifter är avdragsgilla och ränteinkomster beskattas som "vanlig" inkomst vid inkomstdeklaration. Om man antar en genomsnittlig marginell skattesats på 50 procent och en förväntad inflations-takt på 5 procent så måste den nominella räntan vara större än 10 procent för att ge en positiv realränta. För närvarande ligger emellertid bankräntan betydligt lägre — inlåningsräntan kring 5 procent och utlåningsräntan kring 8 procent.)

En annan huvudorsak till att riksbanken har betonat kreditpolitik står att finna i de restriktioner som statsmakterna lagt på riksbankens verksamhet. Riksbanken har blivit ålagd att försörja bostadssektorn och staten med krediter till en räntesats som enligt politiska normer är tillrädligt låg. Dessa restriktioner begränsar riksbankens penningpolitiska handlingsutrymme och tvingar riksbanken att inrikta sig på att påverka den privata sektorn. Under dessa omständigheter tenderar selektiva kreditpolitiska medel att ersätta generella penningpolitiska instrument eftersom centralbankens aktioner inte tillåts att influera samtliga sektorer i samhällsekonomin.

Man torde också kunna påstå att den keynesianska makropolitiska uppfattningen, som varit dominerande bland svenska ekonomer under efterkrigstiden, bidrog till att kreditpolitiken kom att accepteras som norm för riksbankens åtgärder. Keynesianismen är associerad med olika varianter av den kreditpolitiska uppfattningen (såsom Radcliffe-positionen).

En förutsättning för att driva en framgångsrik kreditpolitik är att centralbanken har goda möjligheter att övervaka bankväsendet och övriga kreditinstitutioner. Den koncentrerade svenska bankstrukturen och

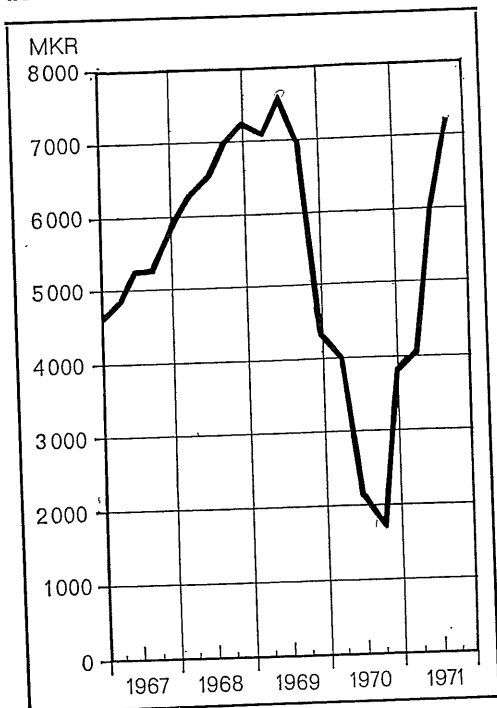
den svenska ekonomins begränsade storlek gör det relativt lätt för riksbanken att informera om sina kreditpolitiska intentioner och kontrollera att de efterföljs. Den svenska ekonomin har i detta sammanhang beskrivits som en "telefonekonomi". Riksbanksledningen behöver bara kontakta ett fåtal personer på strategiska poster i kreditväsendet för att kommunicera sina åsikter — sk "öppna munnen operationer" — och tillse att de uppmärksammas. De sanktionsmöjligheter riksbanken förfogar över garanterar vidare hörsamhet från kreditinstitutionernas sida.

Det har för övrigt framförts att en orsak till att kreditpolitik inte bedrivits i en större utsträckning i USA är att det decentraliserade amerikanska kreditväsendet och den amerikanska ekonomins storlek försvårar den övervakning och kontroll som en kreditpolitik kräver.

● Riksbankens kreditpolitik

Det tidiga 1950-talet markerar genombrottet för den nuvarande kreditpolitiken. (Detta framgår för övrigt även av innehållsförteckningen i riksbankens årsböcker. Före 1950-talet var de inledande avsnitten rubricerade "Penningmarknaden" och "Kapitalmarknaden". År 1952 förekommer för första gången ett avsnitt om "Kreditpolitiken" och sedan mitten av 1950-talet har de första kapitlen i årsböckerna betecknats "Kreditpolitiken" och "Kreditmarknaden".) Riksbanken har under årens lopp kommit att använda en rad olika kreditpolitiska instrument — kvantitativa restriktioner på affärsbankernas upplåning i riksbanken, direkta utlåningstak för bankerna, begränsningar i beviljade men ej utnyttjade krediter, likviditetskvoter m m. Valutaregleringen, riksbankens emissionskontroll, övervakningen av övriga kreditinstitut förutom affärsbankerna utgör element i kreditpolitiken. Listan kan göras längre. Sam-

Diagram 1. Näringslivets upplåning på den totala kreditmarknaden.



Källa: Sveriges Riksbank
Förvaltningsberättelse 1971.

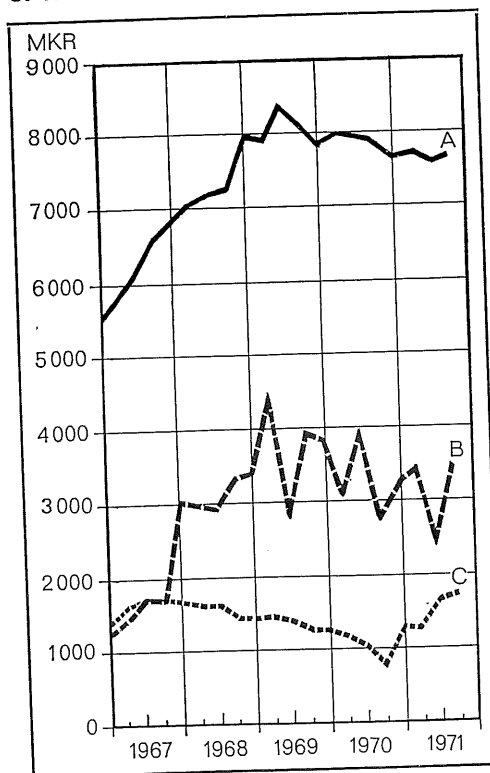
manfattningsvis har riksbanken etablerat en detaljerad kontroll över bankindustrins verksamhet. Få näringsgrenar är underkastade en så genomgående och omfattande reglering som det svenska affärsbanksväsendet.

Systemet med likviditetskvoterna utgör i huvudsak en metod att underlätta bostadssektorns och statens kreditförsörjning, dvs att subventionera dessa sektors kapitalkostnader på bekostnad av andra sektors upplåning och bankernas vinstutveckling. I stort kan likviditetskvoterna betraktas som en placeringskvot vilken tillämpas på affärsbankerna. Riksbanken har vid tillfälle knutit sin kreditgivning till affärsbankerna kring villkor beträffande likviditetskvoternas upp-

fyllande och därmed gett dessa kvoter en klar stabiliseringspolitisk innebörd.

En diskussion kring riksbankens val av etappmålsvariabler och indikatorer kan illustreras med den kreditpolitiska händelseutvecklingen under perioden 1969—1971. Det har framhävts att riksbanken gjort kreditgivningen till näringslivet till en viktig etappmålsvariabel. Diagram 1 och 2 illustrerar detta påstående. Det första diagrammet visar näringslivets nettoupplåning på den totala kreditmarknaden. Den privata sektorns kreditförsörjning uppvisar kraftiga och

Diagram 2.
A. Bostadssektorns upplåning
B. Statens upplåning
C. Kommunernas upplåning



Källa: Sveriges Riksbank
Förvaltningsberättelse 1971

Tabell 1.

Affärsbankernas utlåning till näringslivet
 Affärsbankernas totala kreditgivning
 Totala kreditgivningen från andra långgivare
 än affärsbankerna

1967	1968	1969	1970	1971 (prel)
2 072	3 394	656	—140	2 975
5 927	5 668	3 580	1 308	5 236
11 430	14 249	13 662	14 722	16 079

Källa: Riksbanken

snabba fluktuationer jämfört med den upplåning som övriga sektorer svarar för, dvs staten, kommunerna och bostadssektorn. Dessa sektorer finns representerade i diagram 2. Enligt det första diagrammet skars den privata sektorns upplåning ner med mer än 5 000 miljoner kronor under loppet av ett år — sommaren 1969 till sommaren 1970. Utlåningen till övriga låntagare uppvisar emellertid små förändringar. Man kan tolka de stora fluktuationerna i kreditgivningen till den privata sektorn och det förhållandevis konstanta kreditflödet till staten, kommunerna och bostadssektorn som ett tecken på att riksbanken har varit framgångsrik i sin politik. I mycket stor utsträckning har de sistnämnda sektorernas kreditförsörjning upprätthållits under en period av en restriktiv kreditpolitik, som har varit inriktad på att strypa näringslivets upplåning.

Om man mer ingående än i diagram 1 och 2 granskar kreditströmmarna i den svenska ekonomin under 1967—1971 finner man gott stöd för uppfattningen att riksbanken har koncentrerat sina aktioner på att reglera affärsbankernas kreditgivning till det privata näringslivet. Av kreditmarknadsmatriserna från åren 1967—1971 framgår att affärsbankernas kreditgivning till näringslivet uppvisar de ojämförligt största fluktuationerna av alla elementen i matriserna. Som en grov approximation kan man hävda att detta är det enda element som reflekterar någon betydande cyklisk förändring. Tabell 1 sammanfattar denna slutsats. Under 1970 utgjorde näringslivets återbetalningar av lån till bankerna en större summa än volymen nya banklån — därav mi-

nustecknet i tabell 1. Det kan vara av intresse att notera att den totala kreditgivningen från andra långgivare än bankerna uppvisar relativt små förändringar under perioden ifråga.

Det finns alltid en risk att läsa in för mycket i diagram och tabeller, men det är knappast en överdrift att påstå att affärsbankerna och den privata sektorn var de sektorer som hårdast drabbades av riksbankens åtstramningspolitik under 1969—1970.

● Några konsekvenser av kreditpolitiken

Den tidigare diskussionen kan ses som ett belägg för tesen att riksbanken valt affärsbanksutlåningen till näringslivet som sin främsta etappmålsvariabel. (Detta resonemang utesluter inte att riksbanken har andra etappmålsvariabler såsom räntenivån och likviditeten i ekonomin). Mycket tyder på att de kreditpolitiska myndigheterna också har betraktat affärsbanksutlåningen som en indikator på effekterna av sin politik. Detta val av etappmålsvariabel och indikator är associerat med vissa konsekvenser. Några av dessa skall i korthet beröras här.

(1) En restriktiv kreditpolitik kommer att kraftigt träffa affärsbankerna och näringslivet, eftersom de kreditpolitiska myndigheterna försöker åstadkomma en dämpning av konjunkturerna genom att låta dessa bägge sektorer begränsa sin ekonomiska aktivitet. Detta innebär att nedgången av näringslivets verksamhet måste vara relativt omfattande för att man för hela samhälls-ekonomin, dvs på en aggregerad nivå, skall

uppnå en given restriktiv effekt. Kreditpolitikens drastiska karaktär kan delvis förklaras med en sådan argumentering. Om riksbanken i sin efterfrågedämpande politik hade kunnat påverka samtliga samhällssektorer — och inte en enda — så skulle de erforderliga åtgärderna kunna vara mindre extrema än vad fallet varit.

Man skulle kunna analysera den förda kreditpolitiken som ett slags stabiliseringspolitisk beskattning som lagts på bankerna och näringslivet. Skattebeloppet utgörs av det intäktsbortfall som uppstått med den existerande politiken jämfört med alternativa stabiliseringspolitiska strategier. Detta skattebelopp har i vissa fall varit prohibitivt högt att döma av att företag gått i konkurs inte på grund av traditionella företagsekonomiska skäl utan till följd av kreditpolitiska.

(2) En annan följd av kreditpolitiken har redan påtalats. Efter en period av kreditransonering tenderar företag och industrier att öka sin efterfrågan på likviditet. Med nationalekonomisk terminologi kan det uttryckas som att företagens efterfrågekurvor för likviditet skiftar utåt — vid ett givet pris på likviditet efterfrågas en större volym. Efter en ny period av kreditransonering skulle man tänka sig ett nytt skift utåt. De likviditetsreserver som byggs upp på detta vis har ibland betecknas som "överskottsreserver". Från de kreditpolitiska myndigheternas perspektiv kan detta vara en lämplig beteckning. Dessa reserver bör emellertid snarare betraktas som ett slags försäkringsreserver mot en förväntad kreditransonering. Uppbyggnaden av dem har en rationell förklaring i företagets långsiktiga vinstmaximering. Det har också påpekats att denna process kan medföra att riksbanken behöver välja allt drastiskare metoder.

(3) Man kan postulera att så länge som riksbanken har volymen affärsbankskrediter som etappmålsvariabel och använder för-

ändringar i denna som en indikator på effekterna av sina åtgärder så finns det en stor risk att riksbanken bortser från effekterna av ändringar i den totala penningmängden. I så fall skulle exempelvis de expansiva verkningarna av ökningarna i penningutbudet genom finansieringen av budgetunderskott och/eller genom överskott på betalningsbalansen inte uppmärksammas i lämplig utsträckning. På grund av den efterfrågeökning som tillväxten i penningmängden ger upphov till, kan riksbanken se sig föranledd att vidtaga restriktiva kreditpolitiska åtgärder, utan att själva orsaken till efterfrågeökningen undanröjs.

Detta är ett problemkomplex som uppmärksammas i den internationella diskussionen kring valet penningpolitik—kreditpolitik. Några ekonomer har hävdats att kreditpolitik är inflationsbefrämjande. En förklaring till prisökningarna i några västeuropeiska länder skulle enligt detta resonemang vara att centralbankerna har förlitat sig på kreditpolitik och därmed negligerat de inflationistiska effekterna av tillväxten i penningmängden.

(4) En annan konsekvens av kreditpolitiken är uppkomsten av en "grå" och "svart" kreditmarknad utanför den organiserade och av riksbanken kontrollerade kreditmarknaden. Nya kreditförmedlingskanaler etableras samtidigt som den institutionella kreditmarknaden minskar i betydelse. Effekterna av riksbankens åtgärder försvagas över tiden, vilket kan få riksbanken att utöka sin kontroll till att omfatta fler samhällssektorer och att göra politiken hårdare. Det faktum att kreditpolitiken har misslyckats i den bemärkelsen att den gett upphov till en vidsträckt kreditförmedling utanför bankerna, kan då få utgöra motiv för en expansion av regleringssystemet. En sådan utveckling — dvs att gamla regleringar föder nya — är välkänd från studiet av marknadsregleringar.

Dessa summariska kommentarer har huvudsakligen diskuterat kreditpolitiken ur ett stabiliseringspolitiskt perspektiv och pekat på några faktorer som skulle kunna förklara kreditpolitikens ryckiga karaktär. Effekterna av kreditpolitiken på resursallokeringen, inkomstfördelningen och den ekonomiska tillväxten har inte berörts.

Det bör slutligen påpekas att ekonomisk teori ger föga stöd åt kreditpolitiken som en stabiliseringspolitik, dvs åt uppfattningen att det existerar ett kausalt samband mellan kreditvolymen och nationalinkomsten på så vis att ändringar i kreditvolymen påverkar nationalinkomsten. En sådan uppfattning förefaller emellertid manifesterad i den nuvarande riksbanksfilosofin. Vanligtvis betraktar ekonomer sambandet som det omvända — förändringar i nationalinkomsten leder till fluktuationer i kreditvolymen. Detta resonemang ifrågasätter således den nuvarande riksbankspolitiken. Argumentet kan belysas med en liknelse — kreditmarknaden kan jämföras med transportsystemet i en ekonomi. Volymen transporterade varor reflekterar den ekonomiska aktiviteten på samma sätt som kreditvolymen återspeglar den ekonomiska verksamheten. Detta resonemang innebär emellertid ej att en tillräckligt kraftig kreditpolitik inte skulle ha några restriktiva effekter. Den ifrågasätter däremot det förnuftiga i att ge riksbankspolitiken en sådan inriktning. För att fortsätta med parabeln: man kan naturligtvis bromsa den ekonomiska aktiviteten genom att försvåra eller förbjuda transporter inom samhällsekonomin, men en sådan åtgärd kan knappast betecknas som stabiliseringspolitik.

● Ett penningpolitiskt alternativ till kreditpolitiken

Om de senaste årens kreditpolitik blir normgivande för riksbankens framtida åtgärder kommer de kreditpolitiska myndigheterna

ställas inför en rad problem. Några av dem har redan berörts i diskussion kring de olika "feedback"-effekter som kreditpolitiken har skapat. Andra svårigheter kan uppstå. Näringslivets expansion på utländska marknader innebär att en växande del av industrin blir immun mot kreditpolitiken. Exportföretag med utländska dotterbolag och med internationella finansiella kontakter anses drabbas lindrigt jämfört med små och medelstora företag som arbetar på hemmamarknaden. Denna utveckling medför att underlaget för kreditpolitiken dvs de ekonomiska enheter som tvingas att anpassa sig efter riksbankens aktioner minskar i relativ storlek. Samma slutsats kan dras från tillväxten i den offentliga sektorn till vilken bostadssektorn i detta sammanhang bör räknas. Mot denna bakgrund kan det vara av intresse att granska olika alternativ till den nuvarande politiken. Flera sådana existerar, men här skall endast ett penningpolitiskt alternativ diskuteras. Syftet är bl a att betona några av skillnaderna mellan penningpolitik och kreditpolitik.

Det mest radikala alternativet till den förda politiken skulle vara att riksbanken tilläts att helt förlita sig på ett penningpolitiskt program i traditionell bemärkelse, dvs i huvudsak enbart använda sig av marknadsoperationer, ändringar i kassakvoter och diskontosatser. På grund av bl a de politiska restriktionerna beträffande kreditgivning till bostäder och statens upplåning, motståndet mot "höga" och rörliga räntor, omfattningen av det existerande regleringssystemet torde det vara realistiskt att betrakta ett ortodoxt penningpolitiskt program som ett möjligt praktiskt-politiskt alternativ. Ett sådant program skulle innebära en drastisk revision av den nuvarande ordningen. Det kan emellertid vara av visst intresse att belysa några av följderna av en konventionell penningpolitik. En sådan diskussion av motpolen till kreditpolitiken kan

utgöra bakgrund till en bedömning och värdering av den nuvarande politiken och peka på några av konsekvenserna av att starkare betona penningpolitik inom ramen för den rådande riksbankspolitiken. En förändring i denna behöver inte uteslutas som fullständigt verklighetsfrämmande. Bank of England, vars politik tidigare i många avseenden har påverkat riksbanken, har sedan en tid tillbaka nedtonat sin kreditpolitiska filosofi och istället deklarerat sitt intresse för penningpolitik.

● Följderna av en övergång till penningpolitik

Här skall i korthet några av de troliga följderna av en övergång från kreditpolitik till penningpolitik behandlas. Än en gång bör det påpekas att diskussionen nödvändigtvis blir hypotetisk till sin karaktär.

För det första skulle de nuvarande kreditpolitiska instrumenten och kontrollerna kunna avskaffas, om myndigheterna förlitar sig på en generell och indirekt penningpolitik. En sådan politik skulle bli "mjukare" och mindre "drastisk" eftersom riksbankens intentioner skulle kommuniceras via de olika finansiella marknaderna utan hjälp av de existerande direkta kontrollerna. Med en marknadsorienterad politik skulle den svenska kreditmarknaden fungera som en icke-reglerad marknad där riksbanken accepterar marknadens kreditallokering. Riksbanken skulle då koncentrera sig på att bedriva stabiliseringspolitik — något som vanligtvis uppfattas som en centralbanks främsta uppgift — och avstå från sin nuvarande allokeringspolitik. Den målkonflikt som dessa bägge målsättningar — den stabiliseringspolitiska och den allokeringpolitiska — har skapat för riksbanken skulle således försvinna.

Den nuvarande räntepolitiken skulle över-

ges. Det har för övrigt visat sig svårt att driva stabiliseringspolitik med negativa realräntor. Alla räntesatser inklusive bostadsräntan skulle tillåtas att fritt få fluktuera som följd av bla riksbankens aktioner. På så vis skulle politiken i större utsträckning än hittills påverka samtliga sektorer.

Riksbankens allokeringpolitiska uppgifter skulle överlätas på andra ekonomiskpolitiska myndigheter. Om bostadssektorn även i framtiden skall subventioneras finns det mycket som talar för att subventionerna betalas direkt och öppet över budgeten och inte som nu belastar kreditinstitutionerna i form av en dold beskattning. En sådan subventionering sker för övrigt redan bla via bostadstilläggen och innebär således i princip inget nytt.

De flesta av kreditpolitikens "feed-back"-effekter såsom uppkomsten av en "grå" marknad och uppbyggnaden av likviditetsreserver kommer att försvinna. Företagens likviditetsefterfrågekurvor kommer att skifta inåt allteftersom de får erfarenhet av penningpolitikens verkningssätt.

Det nuvarande regleringssystemet underlättar ett kartell-liknande samarbete mellan bankerna vad beträffar räntesättning och olika banktjänster. Om kreditpolitiken överges till förmån för en penningpolitik kommer incitamentet att samarbeta att försvagas och i motsvarande utsträckning kommer konkurrensen mellan bankerna att öka.

Det hävdas ibland att de penningpolitiska myndigheternas handlingsutrymme begränsas av att Sverige upprätthåller fasta växelkurser gentemot utländska valutor och av att utlandssektorns storlek är betydande. Detta resonemang utgör knappast något argument mot en övergång från kreditpolitik till penningpolitik. En restriktiv kreditpolitik ger upphov till stora räntedifferenser mellan utlandet och de sektorer som "kläms åt". Därmed blir en kapitalimport attraktiv. Till en del förhindras ett kapitalinflöde av

valutakontrollen, men interna transaktioner mellan utländska dotterbolag och svenska moderbolag är svåråtkomliga. Politiken med låga räntor å andra sidan har visat sig svår att genomföra när den internationella räntnivån är hög. En penningpolitik skulle kunna arbeta med mer begränsade internationella räntedifferenser än den nuvarande kreditpolitiken och därmed reducera incitamenten för kapitalflöden.

Så länge som de fasta växelkurserna ligger nära jämviktskurserna kan riksbanken ge sin politik en hög grad av oberoende genom marknadsoperationer och transaktioner på "forwards market". Inom ramen för en penningpolitik kan även andra åtgärder tänkas. För den händelse att kronkursen tillåts att fluktuera i en större utsträckning än hittills, så ökar möjligheterna att driva en effektiv penningpolitik.

Denna kortfattade genomgång av i första hand några av de stabiliseringspolitiska följderna av en övergång till en renodlad penningpolitik representerar troligtvis en alltför optimistisk bild. Det torde emellertid finnas mycket som stöder uppfattningen att

en sådan förändring skulle förbättra utsikterna för riksbanken att driva en framgångsrik stabiliseringspolitik.

Det är för närvarande orealistiskt att tro att riksbanken skulle tillåtas att bygga sin politik på en penningpolitik såsom den skisserats här ovan. Kreditpolitiken kan emellertid inom sin nuvarande ram göras mindre hård och ryckig — främst genom att riksbanken i en större utsträckning förlitar sig på prisransonering istället för som nu på kvantitetsransonering i kombination med priskontroll. Detta har påpekats många gånger förut i debatten. Det torde exempelvis vara att föredra att räntan låg på 20—30 procent för oprioriterade sektorer under en kreditransonering än att räntnivån implicit befinner sig på ett oändligt högt läge.

I höstas tillkallade finansministern tre sakkunniga att granska den kreditpolitiska beredskapslagstiftningen. De har ett utmärkt tillfälle att kritiskt bedöma olika aspekter av den förda kreditpolitiken. I detta sammanhang kan det eventuellt vara aktuellt att göra någon slags utvärdering av politiken och kanske analysera alternativ till denna.

Citatbanken

Hela systemet med paritetsslånen laddar för närvarande upp en skuld för framtidens hyresgäster som det enligt min personliga mening inte finns några realistiska möjligheter för dessa att återbetala och som följaktligen med all säkerhet i väsentlig utsträckning kommer att behöva betalas av landets skattebetalare genom avskrivningsanslag över budgeten. Det är den bistra sanning som vi har att se i ögonen.

Finansministern i riksdagsdebatt den 30 maj